

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

(2011-1997)

The Role of Palestine Securities Exchange in Financing Economic Development (1997-2011)

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هي نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل، أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو بحث لدى أية مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification.

Student's name:

اسم الطالب : سعيد سفيان سعيد العبادلة

Signature:

التوقيع: سعيد العبادلة

Date:

التاريخ: 2014-3-29



الجامعة الإسلامية بغزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم اقتصاديات التنمية

دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997-2011)

The Role of Palestine Securities Exchange in Financing
Economic Development (1997-2011)

إعداد الطالب:

سعيد سفيان العبادلة

إشراف:

الدكتور: سمير خالد صافي

الدكتور: خليل أحمد النمروطي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في اقتصاديات التنمية
من كلية التجارة بالجامعة الإسلامية بغزة

2013م - 1434هـ



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ سعيد سفيان سعيد العبادلة لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم اقتصاديات التنمية وموضوعها:

دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية خلال الفترة (1997-2011)

وبعد المناقشة التي تمت اليوم السبت 25 صفر 1435 هـ، الموافق 2013/12/28م الساعة الحادية عشرة صباحاً، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

.....	مشرفاً ورئيساً	د. خليل أحمد النمروطي
.....	مشرفاً	د. سمير خالد صافي
.....	مناقشاً داخلياً	أ.د. محمد إبراهيم مقداد
.....	مناقشاً خارجياً	د. علاء الدين عادل الرفاتي

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم اقتصاديات التنمية.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

مساعد نائب الرئيس للبحث العلمي و للدراسات العليا

أ.د. فؤاد علي العاجز



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

* وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ
وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا إِمَّا يَبُلُغَنَّ عِنْدَكَ الْكِبَرَ
أَحَدَهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا
تَنْهَرهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا*

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

سورة الإسراء - آية 23

الإهداء

إلى من نذرت عمرها في أداء رسالة كتبتها على سراج الأمل

لتعلمنا كيف يكون العطاء

إليكِ أمي حباً وطاعةً وبراً

إلى من أضاء بعلمه عقول غيره

وكلت أنامله ليرى في عيوننا السعادة

إلى والدي المربي الفاضل والذي أحمل إسمه بكل فخر

إلى الروح التي سكنت روحي زوجتي

إلى ولدي مصدر سعادتي سفيان

إلى إخوتي وأخواتي و أصدقائي وأبناء عائلتي

إلى من منحوني الحب وأغلى ما يملكون....أهل زوجتي

إلى من بدمائهم نحيا كراماً ... شهداء الوطن والأمة

إلى من بتضحياتهم تعلمنا معاني الصبر والعطاء .. الأسرى الأبطال

إلى كل الذين يعملون بصمت وإخلاص من أجل نهضة بلدنا الحبيب ... فلسطين

إليكم جميعاً أهدي هذا الجهد المتواضع

الباحث: سعيد سفيان العبادلة

تنشكر وتقدير

الحمدُ لله الذي أتمَّ على عبادهِ النعم، وعلم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، والصلاة والسلام على النبي الأكرم، أرسله الله تعالى هادياً وبشيراً إلى جميع الأمم، فرفعها من الهاوية إلى القمم، وجعل من عباده الحجر هُدَاةً للبشر، ومن رُعاة الغنم قادةً للأمم، وبعد:
لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي الكريمين:

الدكتور الفاضل: خليل أحمد النمروطي

الدكتور الفاضل: سمير خالد صافي

الذين تفضلاً بقبول الإشراف على هذا البحث وتقديم النصح والتوجيه، فبارك الله في علمهما وعملهما وجزاهما خير الجزاء.
كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى عضوي لجنة المناقشة:

الدكتور الفاضل: محمد إبراهيم مقداد

الدكتور الفاضل: علاء الدين عادل الرفاتي

لتفضلهما بمناقشة الرسالة، سائلاً المولى أن أنتفع بما يقدمانه من توجيهات وملاحظات.
وأنتقدم بشكري وامتناني للأستاذ حاتم الحرازين والذي ساعدني في إتمام الإجراءات الإحصائية جُهداً ونُصْحاً.
والشكر موصول لكل من أفادني بجواب، أو أمدني بكتاب، أو أرشدني إلى الصواب أو دعا لي دعوة في ظهر الغيب خالصة، لكل هؤلاء مني كل الشكر والتقدير والامتنان.
وأخيراً أسأل الله أن يتقبل مني هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم وأن يغفر لي ذلتي ويقلل عثرتي، فما كان فيه من خطأ فمن نفسي، وما كان فيه صواب فمن الله وتوفيقه.

الباحث: سعيد سفيان العبادلة

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
ب	آية قرآنية
ت	إهداء
ث	شكر وتقدير
ج	فهرس المحتويات
ر	قائمة الجداول
س	قائمة الأشكال
ش	قائمة الملاحق
ص	ملخص البحث باللغة العربية
ض	ملخص البحث باللغة الإنجليزية
الفصل الأول	
الإطار العام للدراسة والدراسات السابقة	
2	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
2	مقدمة
3	مشكلة الدراسة
3	أهمية الدراسة
4	أهداف الدراسة
4	منهجية الدراسة
4	النموذج القياسي
5	فرضية الدراسة
5	متغيرات الدراسة
7	مصادر البيانات
8	صعوبات الدراسة
8	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
8	أولاً: الدراسات المحلية
13	ثانياً: الدراسات العربية
16	ثالثاً: الدراسات الأجنبية
23	رابعاً: التعقيب على الدراسات السابقة

الصفحة	الموضوع
	الفصل الثاني سوق الأوراق المالية
26	مقدمة
26	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
26	أولاً: مفهوم الأسواق المالية
27	ثانياً: أنواع الأسواق المالية
33	ثالثاً: العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار وسوق التداول
33	رابعاً: متطلبات قيام الأسواق المالية
34	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية
34	أولاً: التعريف بسوق الأوراق المالية
34	ثانياً: التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية
35	ثالثاً: المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية
35	رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
36	خامساً: تعريف الأوراق المالية
36	سادساً: أهم أنواع الأوراق المالية
40	المبحث الثالث: الأدوات المالية الحديثة في الأسواق المالية
40	أولاً: تعريف المشتقات
41	ثانياً: أهمية المشتقات
41	ثالثاً: مخاطر استخدام المشتقات
41	رابعاً: أدوات المشتقات المالية
43	خامساً: أسواق عقود المشتقات
43	المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية
43	أولاً: التعريف بكفاءة سوق الأوراق المالية
44	ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء
44	ثالثاً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية
45	رابعاً: مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية
46	ملخص الفصل الثاني

الصفحة	الموضوع
الفصل الثالث	
التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها وعلاقتها بأسواق الأوراق المالية	
48	مقدمة
48	المبحث الأول: التنمية الاقتصادية
48	أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية
50	ثانياً: القيم الجوهرية والأهداف الأساسية للتنمية
50	ثالثاً: متطلبات التنمية الاقتصادية
51	رابعاً: مستويات التنمية ومجالاتها
52	المبحث الثاني: تمويل التنمية الاقتصادية
52	أولاً: أهمية التمويل لتحقيق التنمية
53	ثانياً: مصادر تمويل التنمية 1- مصادر محلية 2- مصادر خارجية
58	المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية
59	أولاً: أهم مدارس القطاع التمويلي ودوره في التنمية
61	ثانياً: الآراء الاقتصادية حول علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية
61	ثالثاً: دور سوق الأوراق المالية في توفير التمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية
64	المبحث الرابع: التنمية الاقتصادية في فلسطين
64	أولاً: تقييم موجز للتجربة التنموية الفلسطينية ونتائجها
68	ثانياً: النفقات والإيرادات ومصادر التمويل للسلطة الفلسطينية للفترة (1997-2011)
72	ثالثاً: إجمالي التكوين الرأسمالي في الأراضي الفلسطينية للفترة (1997-2011)
73	ملخص الفصل الثالث
الفصل الرابع	
سوق فلسطين للأوراق المالية	
75	مقدمة
75	أولاً: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية
76	ثانياً: أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية
76	ثالثاً: الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

الصفحة	الموضوع
78	رابعاً: الشركات الأعضاء (الوساطة)
79	خامساً: مؤشر القدس
80	سادساً: الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمل السوق
83	سابعاً: أهم تطورات متغيرات السوق منذ انطلاقتها وحتى العام 2011م
88	ثامناً: مؤشرات حجم السوق
91	تاسعاً: مؤشرات سيولة السوق
94	عاشراً: تطور نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي
96	أحد عشر: المشكلات والعقبات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية
97	ملخص الفصل الرابع
الفصل الخامس	
التحليل القياسي لدور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية	
99	المبحث الأول: منهجية التحليل وصياغة النماذج القياسية
99	مقدمة
99	أولاً: صياغة النموذج القياسي
100	ثانياً: بيانات النموذج القياسي
101	ثالثاً: منهج القياس والأساليب الإحصائية
105	المبحث الثاني: تحليل نتائج النموذج القياسي
105	أولاً: نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة
106	ثانياً: نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة
107	ثالثاً: نتائج تقدير نماذج الدراسة
109	رابعاً: تشخيص نماذج الدراسة
109	المبحث الثالث : مناقشة النتائج وتفسيرها
الفصل السادس	
النتائج والتوصيات	
113	مقدمة
113	نتائج الدراسة
113	أولاً: النتائج المتعلقة بالتحليل الوصفي
114	ثانياً: النتائج المتعلقة بالدراسة الإحصائية القياسية

الصفحة	الموضوع
116	التوصيات
116	أولاً: توصيات تتعلق بالمستثمرين
117	ثانياً: توصيات تتعلق بالشركات
117	ثالثاً: توصيات تتعلق بشركات الوساطة المالية
118	رابعاً: توصيات تتعلق بهيئة سوق الأوراق المالية
119	خامساً: توصيات تتعلق بالسلطة الفلسطينية
120	دراسات مقترحة
121	المراجع
129	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
65	معدلات البطالة في الأراضي الفلسطينية في الفترة (1997-2011)	1/3
66	نسبة الفقر والفقر المدقع في الأراضي الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2011)	2/3
67	نصيب الفرد من الناتج المحلي ومعدل النمو السنوي له في الأراضي الفلسطينية للفترة ما بين (1997-2011) بالدولار	3/3
69	الإتفاق العام للسلطة الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2011) بالمليون دولار	4/3
70	الإيرادات العامة للسلطة الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2011) بالمليون دولار	5/3
71	الدعم الخارجي لموازنة السلطة الفلسطينية في الفترة (1997-2011) بالمليون دولار	6/3
72	إجمالي التكوين الرأسمالي ونسبته من إجمالي الناتج المحلي للفترة ما بين (1997-2011) بالمليون دولار	7/3
77	القطاعات الاقتصادية الخمسة لبورصة فلسطين والشركات التي يتضمنها كل قطاع بنهاية عام 2011م	1/4
80	الشركات الداخلة في عينة مؤشر القدس لعام 2012م	2/4
84	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين بالدولار	3/4
85	قيمة الأسهم المتداولة بالدولار في نهاية الأعوام من (1997-2011)	4/4
86	عدد الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين بنهاية الأعوام من (1997-2011)	5/4
87	قيمة مؤشر القدس في نهاية الأعوام من (1997-2011).	6/4
89	معدل الرسملة السوقية لبورصة فلسطين للفترة ما بين (1997-2011)	7/4
90	عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بنهاية الأعوام من (1997-2011)	8/4
91	معدل الدوران لبورصة فلسطين للفترة ما بين (1997-2011)	9/4
93	معدل قيمة التداول لبورصة فلسطين في الفترة ما بين (1997-2011)	10/4

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
95	نسبة إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي حجم الودائع للفترة (2011-1997)	11/4
105	اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لمتغيرات الدراسة	1/5
106	اختبار Johnson للتكامل المشترك للفروق الأولى لمتغيرات الدراسة	2/5
107	نتائج تقدير نموذج الدراسة	3/5

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
7	متغيرات النموذج القياسي	1/1
27	آلية انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز	1/2
27	تقسيم الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة	2/2
32	أقسام سوق رأس المال	3/2

قائمة الملحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	ملحق رقم
130	تقدير نموذج الدراسة في ظل وجود 3 متغيرات مستقلة (MCGDB, TVMC, IE)	1
130	تقدير نموذج الدراسة في ظل وجود متغيرين مستقلين (MCGDB, TVMC)	2
131	نموذج انحدار بسيط لمتغير البيئة الاستثمارية (IE) مع المتغير التابع (RCA)	3
132	نموذج اختبار البواقي	4

ملخص الدراسة

تأتي هذه الدراسة في إطار التعرف على أهمية سوق فلسطين للأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في فلسطين خلال الفترة (1997-2011) وتحديد الأدوات المالية التي تقوم من خلالها سوق الأوراق المالية بتقديم التمويل اللازم للتنمية مع محاولة إلقاء الضوء على أهم المشاكل والعقبات التي تواجه الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام والتي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل خاص وتقديم التوصيات في ضوء نتائج الدراسة.

وتم اختبار فرضية وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي).

تم اختبار الفرضية باستخدام المنهج الوصفي والنموذج القياسي لبيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة من (1997-2011) وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي EViews7، ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى قبول الفرضية الرئيسية بوجود علاقة ارتباطية بين سوق فلسطين للأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية ويعتمد اتجاه التأثير بالسلب أو الإيجاب على مقدار التغيرات في قيم المتغيرات المستقلة حيث وجد تأثير إيجابي لبعض المتغيرات المستقلة وتأثير سلبي للبعض الآخر. كما أظهرت الدراسة معاناة السوق من مجموعة من المشكلات والعقبات التي تحول دون القيام بالدور المرجو منه.

قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها:

زيادة الوعي لدى المستثمرين والعاملين في مجال الوساطة المالية، العمل على إدراج الشركات التي لم تدرج أسهمها في البورصة، العمل على جذب مزيد من المستثمرين المحليين والأجانب من خلال تقديم مجموعة من الحوافز والتسهيلات، تشجيع الشركات الفلسطينية على تنويع مصادر تمويلها بدلاً من الاعتماد الكلي على إصدار الأسهم والاقتراض، العمل على سن التشريعات والقوانين التي تنظم عمل البورصة، الحد من هيمنة السلطة على بعض الأنشطة الاقتصادية وإتاحة المجال للقطاع الخاص، العمل على إنشاء شركات وصناديق الاستثمار المشترك التي تقوم بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في السوق المالي، وضع ضوابط على تداول المستثمرين المحليين مع الأسواق الخارجية.

Abstract

This study aims at identifying the importance of Palestine Securities Exchange (PEX) and its role in financing the development of Palestinian economy from 1997 to 2011. It also identifies financial tools that PEX uses to offer required fund for development. The study highlights on the main obstacles and problems that face the Palestinian economy in general and other obstacles that hinder PEX in specific. Finally, it provides recommendations in the light of the results.

The following assumption was examined; there is a correlative statistical relation at level 5% between PEX capacity, represented in the following independent variables (market capitalization rate – turnover rate – trading value rate – investment environment), and finance of economic development, represented in the dependent variable (capital accumulation rate).

The descriptive method and the econometric model for data from 1997 to 2011 were adopted to examine the assumption through using EViews7. During the study, the researcher concluded the acceptance of study assumption, which indicates that there is a correlative relation between PEX capacity and finance of economic development and the direction of the effect depends positively or negatively on the changes in the values of the independent variables, and it found a positive impact of some independent variables and the negative impact of the others. On the other hand, the study showed that the market itself suffers from problems and obstacles that hinder its expected role.

Recommendations:

- Raise awareness of investors and those who work in financial trident.
- Register firms whose shares are not registered in the market.
- Attract more local and foreign investors through offering a group of facilities and incentives.
- Encourage Palestinian companies to vary their funding resources instead of depending totally on issuing shares and borrow.
- Enact laws and regulations that organize the work of stock market.
- Limit authority dominance on some economic activities and give the opportunity for private sector.
- Establish joint investing companies and funds that collect savings and direct them to investment in stock market.
- Put regulations for local investors' trading with foreign markets.

الفصل الأول

الإطار العام والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

- مقدمة
- مشكلة الدراسة
- أهمية الدراسة
- أهداف الدراسة
- منهجية الدراسة
- النموذج القياسي
- فرضية الدراسة
- متغيرات الدراسة
- مصادر البيانات
- صعوبات الدراسة

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

- الدراسات المحلية
- الدراسات العربية
- الدراسات الأجنبية
- التعقيب على الدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

المقدمة:

يشهد العالم تحديات جسام ومشاكل اقتصادية خطيرة بانتت تهدد الكثير من الدول، أصبح معها الهاجس الأكبر لديها هو التفكير في كيفية الخروج من هذه الأزمة والانتقال منها إلى وضع أكثر إستقراراً تستطيع من خلاله الدول تلبية طموح مواطنيها وتحقيق التنمية المنشودة.

وفي ظل هذه الظروف الصعبة بانتت مسألة تحقيق التنمية وتمويلها هي الشغل الشاغل لجميع الدول وما نشاهده اليوم من أزمات اقتصادية متلاحقة ودول كثيرة تعاني من شبح الإفلاس وانضمام كثيرٍ من الشرائح إلى قائمة الفقراء والمعوزين كل ذلك يفرض علينا البحث عن مصادر التمويل المختلفة للتنمية، ومع تعدد مصادر التمويل إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك المصادر وجعلها مكملةً لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

ومن خلال ما يشهده العالم من تحرير معظم الدول لاقتصادياتها والانتقال من وضع كان القطاع العام هو المهيمن وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة أصبح لسوق الأوراق المالية اهتماماً أكبر من قبل الاقتصاديين من خلال ما يوفره من تعبئة للمدخرات وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها وهو نوع من الاستثمار يساهم في تحول هذه المدخرات إلى مصادر تمويل لشركات ومؤسسات تمارس الأنشطة الاقتصادية المتنوعة لذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية من الربح وتستفيد الجهة التي طرحت الورقة المالية من تمويل طويل الأجل، وتتميز سوق الأوراق المالية بقدرتها على جذب الادخارات مهما تضاءلت قيمتها نظراً لتوفر أوعية ادخارية تناسب أغلب المدخرين على اختلاف قدراتهم وإمكانياتهم.

لقد حرم السوق الفلسطيني من وجود الخدمات المالية والمصرفية طيلة عقود ثلاث فمنذ احتلال عام 1967 عملت إسرائيل على ربط الاقتصاد الفلسطيني بالاقتصاد الإسرائيلي في جميع النواحي فلم تكن هناك مؤسسات مالية أو مصرفية فلسطينية تذكر باستثناء بعض فروع البنوك الإسرائيلية، وبعد قدوم السلطة الوطنية الفلسطينية عام 1994 وتأسيس سلطة النقد الفلسطينية عام 1995 تم إعادة افتتاح فروع البنوك التي كانت مغلقة منذ العام 1967 (عبادي، 2007).

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من القطاع الخاص عام 1995 وبدأت أول جلسة تداول بتاريخ 18 من فبراير لعام 1997 م وسعت السوق منذ تأسيسها إلى التميز وتقديم أفضل الخدمات وتحقيق مجموعة من الأهداف تتعلق بجذب الاستثمار وتوفير البيئة الاستثمارية المناسبة

وتشجيع الشركات على إدراج أسهمها وعلى الرغم من حداثة إنشاء سوق فلسطين إلا أنه استطاع أن يحقق تطوراً ملموساً سواءً على صعيد عدد الشركات المدرجة التي ارتفعت من 18 شركة مدرجة عام 1997 لتصل إلى 46 شركة بنهاية عام 2011 م أو إجمالي القيمة السوقية التي تطورت من 529 مليون دولار عام 1997 لتبلغ 2.78 مليار دولار بنهاية عام 2011 (بورصة فلسطين، التقرير السنوي 2011 لشركة سوق فلسطين للأوراق المالية، 2012)، وبالمقارنة بأسواق أخرى وبالرجوع إلى مؤشرات الأسواق فإن هذا التطور لم يكن بالشكل المطلوب حيث تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية العديد من المشكلات والعقبات والتي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها، ومن هنا تأتي هذه الدراسة لإلقاء الضوء على الدور الذي يلعبه سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية والآليات التي تساعد على تعزيز ذلك الدور بالإضافة إلى التعرف على أهم المشاكل التي تواجه السوق والتي تحد من أدائه للدور المنوط به.

مشكلة الدراسة:

تحتاج عملية التنمية في فلسطين إلى العديد من المتطلبات أبرزها توفير التمويل اللازم لنجاح هذه العملية، وفي ظل ما يشهده العالم من تحديات جسام وتحولات اقتصادية كبيرة انتقلت فيها الهيمنة من القطاع العام إلى القطاع الخاص بات معها الاهتمام بأسواق الأوراق المالية من قبل الاقتصاديين أكبر من ذي قبل نظراً للدور المنتظر الذي يمكن لتلك الأسواق لعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة وبالتالي:

ما هو دور سوق فلسطين للأوراق المالية في توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية ؟

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من خلال:

1- الإهتمام العالمي المتزايد بالأسواق المالية والدور الذي باتت تلعبه وتساهم به في اقتصاديات الدول.

2- حاجة المؤسسات الاقتصادية وسعيها نحو مصادر التمويل المختلفة وما يمكن أن تساهم به سوق الأوراق المالية من تجميع للمدخرات وتوفيرها لتمويل تلك المؤسسات والتي تؤثر بدورها على عملية تحقيق النمو الاقتصادي.

3- سوق فلسطين للأوراق المالية حديث النشأة والدراسات التي تناولته في معظمها نظرية وهو بحاجة لتسليط مزيد من الضوء عليه.

4- ميول ذاتية نابعة من رغبة في معرفة المزيد عن هذا الموضوع وخصوصاً أنه يتعلق بمجال عملي الحالي في الأوراق المالية.

أهداف الدراسة:

إن وجود سوق كفو للأوراق المالية يعمل على توفير التمويل اللازم للاستثمارات يعتبر عاملاً مهماً لتحقيق التنمية الاقتصادية ومن هنا يهدف البحث إلى:
أولاً: التعرف على الأدوات المالية التي تقوم من خلالها سوق الأوراق المالية بتقديم التمويل اللازم للتنمية.

ثانياً: التعرف على أهم المتغيرات لسوق الأوراق المالية والتي تؤثر على معدل التراكم الرأسمالي.

ثالثاً: التعرف على أثر الأوضاع السياسية على معدل التراكم الرأسمالي.

رابعاً: التعرف على واقع التنمية الاقتصادية في فلسطين مع تقديم تقييم موجز للتجربة التنموية الفلسطينية ونتائجها.

خامساً: مدى كفاءة مؤشرات تطور أداء سوق فلسطين للأوراق المالية ومقارنتها بأسواق أخرى.

سادساً: التعرف على أهم المشاكل والمعوقات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية وتحول بينه وبين القيام بالدور المنشود منه.

سابعاً: تقديم التوصيات التي يمكن من خلالها تفعيل دور سوق فلسطين للأوراق المالية لتعزيز دوره في تمويل التنمية الاقتصادية في الفترة القادمة.

منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي والقياسي التحليلي، **فالمنهج الوصفي** يتعلق بتقييم الجوانب المختلفة لسوق فلسطين للأوراق المالية والتعرف على أهم مؤشرات ومقارنتها بمؤشرات دول أخرى، بالإضافة إلى التعرف على المصادر المختلفة لتمويل التنمية مع التركيز على دور سوق الأوراق المالية.

وباستخدام **المنهج التحليلي القياسي** تم بناء نموذج قياسي يتكون من دالة واحدة تدرس العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة (معدل قيمة التداول، معدل الدوران، معدل الرسملة السوقية، عدد الشركات المدرجة، الأوضاع السياسية) وأثرها على المتغير التابع معدل التراكم الرأسمالي.

النموذج القياسي:

بالرجوع إلى الأدبيات الاقتصادية النظرية والتطبيقية ومن خلال الاطلاع على الدراسات السابقة تبين للباحث وجود متغيرات أساسية يمكن استخدامها والاعتماد عليها في قياس تأثير سوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية كما تم الاستفادة منها في تحديد نموذج الدراسة المناسب، وتم اختبار فرضية البحث من خلال دالة أساسية لدراسة أثر متغيرات السوق على تمويل التنمية الاقتصادية والتي يعبر عنها بمعدل التراكم الرأسمالي كعامل أساسي لتحقيق التنمية الاقتصادية.

$$LRCA_t = F(LMCGDB_t + LTNGDB_t + LTVMC_t + IE_t)$$

$$LRCA_t = \beta_0 + \beta_1 LMCGDB_t + \beta_2 LTVGDB_t + \beta_3 LTVMC_t + \beta_4 IE_t + U_i$$

t = الزمن (ربع سنوي)

β_0 = المقطع الثابت ويعبر عن قيمة معدل التراكم الرأسمالي بمعزل عن العوامل الأخرى
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: تمثل المرونات المقدرة لكل من معدل الرسملة السوقية، ومعدل الدوران، ومعدل قيمة التداول، والبيئة الاستثمارية على التوالي.

U_i = الخطأ العشوائي ويعبر عن انحراف القيم المقدرة عن وسطها الحسابي

ومن المتوقع أن تكون الإشارة للمتغيرات على النحو التالي:

$$\beta_1, \beta_2, \beta_3 > 0 \quad \beta_4 < 0$$

فرضية الدراسة:

يعتبر الاستثمار من المحاور الأساسية لعملية التنمية الاقتصادية، والأسواق المالية بدورها تعتبر ركيزةً ومقوماً أساسياً من مقومات المناخ الاستثماري الجيد وذلك نظراً لدورها الذي يمكن أن تساهم به من تجميع للمدخرات وتوفيرها لتمويل المؤسسات الاقتصادية الباحثة عن مصادر التمويل المختلفة، الأمر الذي يعود بالنفع على المجتمع ككل.

وتعتبر معدلات قيمة التداول و الدوران و الرسملة السوقية بالإضافة إلى الأوضاع السياسية من العوامل المهمة التي تؤثر على إجمالي معدل التراكم الرأسمالي وفي ضوء ما سبق تحاول هذه الدراسة اختبار الفرضية التالية:

توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي).

متغيرات النموذج القياسي:

المتغير التابع:

المتغير التابع هو تمويل عملية التنمية الاقتصادية و يمكن التعبير عنه باستخدام معدل التراكم الرأسمالي ويقاس بقسمة إجمالي التكوين الرأسمالي مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي.

RCA= Capital accumulation rate

CA/GDB = معدل التراكم الرأسمالي

المتغيرات المستقلة:

هناك أربعة متغيرات رئيسية وهي:

MCGDB= The ratio of stock market capitalization to GDB معدل الرسملة السوقية

TVMC= The ratio of value of stock traded to market capitalization معدل الدوران

TVGDB= The ratio of value of stock traded to GDB معدل قيمة التداول

IE= Investment environment البيئة الاستثمارية

تعريف متغيرات النموذج القياسي:

النموذج القياسي يوضح العلاقة بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع ويعبر عنه (معدل التراكم الرأسمالي)، وسيتم تعريف متغيرات النموذج من ناحية اقتصادية على النحو الآتي:

معدل التراكم الرأسمالي: يقصد بالتراكم الرأسمالي ذلك الجزء من الدخل القومي الموجه إلى الاستثمار في السلع الرأسمالية والتي يترتب على إنتاجها زيادة في الدخل القومي، والمقصود بمعدل التكوين الرأسمالي إجمالي حجم التكوين الرأسمالي في فترة معينة مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي في نفس الفترة = CA/GDB، وتم عرض بيانات هذا المتغير بشكل ربع سنوي خلال الفترة (-2011q4-1997q1).

معدل الرسملة السوقية: إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق في فترة معينة مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي في نفس الفترة = MC/GDB، وتم عرض بيانات هذا المتغير بشكل ربع سنوي خلال الفترة (1997q4-2011q4).

معدل الدوران: إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في نفس الفترة = TV/MC، وتم عرض بيانات هذا المتغير بشكل ربع سنوي خلال الفترة (1997q4-2011q4).

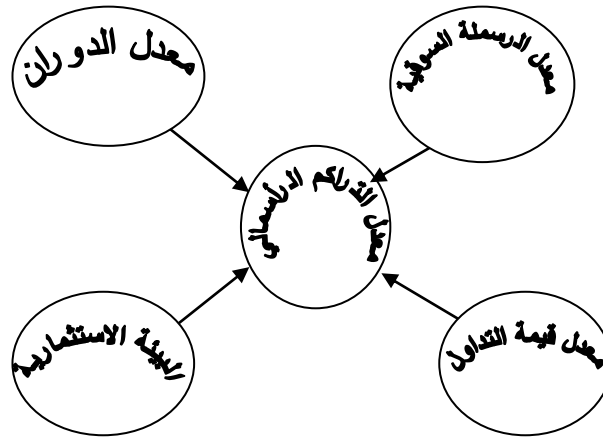
معدل قيمة التداول: إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي لنفس الفترة = TV/GDB، وتم عرض بيانات هذا المتغير بشكل ربع سنوي خلال الفترة (1997q1-2011q4).

البيئة الاستثمارية: يأخذ القيمة (0) في حالة وجود استقرار سياسي واقتصادي، والقيمة (1) في حالة عدم وجود استقرار سياسي واقتصادي، ووفقاً لمؤشرات استقرار البيئة الاستثمارية والمتمثلة في عدم وجود اضطرابات وسهولة الحركة على المعابر ووجود حكومة واحدة ومجلس تشريعي موحد فإنه يمكن

اعتبار الفترات ما بين (1997q1-2000q3) و (2003q1-2005q4) فترات استقرار والفترات (2000q4-2002q4) و (2006q1-2011q4) فترات عدم استقرار حيث شهدت اندلاع انتفاضة الأقصى في الفترة الأولى وشهدت الفترة الثانية حصار مالي وسياسي بعد فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية بالإضافة إلى الانقسام الفلسطيني وما ترتب عليه من عدم استقرار.

الرسم التوضيحي لمتغيرات الدراسة:

شكل (1-1) يوضح متغيرات النموذج القياسي



المصدر: إعداد الباحث

مصادر البيانات:

البيانات الثانوية:

تم الاعتماد بشكل كبير على البيانات الواردة في تقارير سوق فلسطين للأوراق المالية، الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، نشرات صندوق النقد العربي، معهد أبحاث الدراسات الفلسطينية (ماس)، البنك الدولي، الاتحاد العالمي للبورصات، أعداد مختلفة من المراقب الاقتصادي والاجتماعي، بالإضافة إلى المراجع الرسمية والدراسات السابقة سواء كانت عربية أو أجنبية، وتم الاستعانة ببعض مواقع الإنترنت وخصوصاً موقع سوق فلسطين للأوراق المالية.

وتم عرض بيانات الدراسة بشكل ربع سنوي لسلسلة زمنية تمتد من عام 1997 وحتى عام 2011 وبلغ عدد المشاهدات 60 مشاهدة تم الحصول عليها من خلال المصادر المذكورة أعلاه وتم تحليل البيانات إحصائياً باستخدام البرنامج الإحصائي EViews7.

البيانات الأولية:

تتمثل في إجراء مقابلة شخصية مع السيد/ رمزي خليفة القائم بأعمال مدير شركة الوساطة للأوراق المالية فرع خانيونس بتاريخ 7-1-2013 وتمحورت المقابلة حول أهم المشاكل التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية.

صعوبات الدراسة:

تتمثل الصعوبة الأساسية في عدم توفر إحصاءات ربع سنوية لبعض المتغيرات وكذلك وجود اختلافات حول البيانات المتعلقة ببعض المتغيرات باختلاف المصادر وللتغلب عليها تم تحويل البيانات السنوية والتي لم يتمكن الباحث من الحصول عليها بشكل ربعي إلى بيانات ربعية باستخدام البرنامج الإحصائي EViews7، وللتغلب على مشكلة عدم تطابق الإحصاءات ووجود بعض الاختلاف بينها باختلاف المصدر تم التأكد من صحة الإحصاءات ومطابقتها من أكثر من مصدر مع الاعتماد بشكل أساسي على المصادر الرسمية ومنها الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني وسوق فلسطين للأوراق المالية.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة**مقدمة:**

تعددت الدراسات التي تناولت دور القطاع التمويلي المتمثل في سوق الأوراق المالية والبنوك في تحقيق التنمية الاقتصادية ولقد قام الباحث بجمع 8 دراسات محلية و7 دراسات عربية و11 دراسة أجنبية والتي سيتم عرضها على النحو التالي.

أولاً: الدراسات المحلية

1- دراسة (النمروطي، العويسي، 2011): " تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى معرفة العوامل التي تؤثر في تحديد التوجهات الاستثمارية للمستثمرين في سوق فلسطين وقياس العوامل المؤثرة على اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين والتعرف على الدور الذي تساهم به شركات الوساطة في زيادة وتشجيع الاستثمار في الأسواق المالية. ولقد استخدم الباحثان المنهج الوصفي التحليلي ولجأ الباحثان إلى جمع البيانات الأولية من خلال الاستبانة كأداة أساسية ولقد خلصت الدراسة إلى أن هناك اهتمام من قبل المستثمرين في متابعة أخبار المال والأعمال والتي قد تساعدهم في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وتوصلت الدراسة أيضاً إلى اعتبار الإشاعات من ضمن العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار كما أظهرت الدراسة أن الاستثمار في الأسواق الخارجية يؤثر سلباً على القرارات الاستثمارية في سوق فلسطين وأظهرت الدراسة بأن كوادرات شركات الوساطة العاملة في سوق فلسطين غير مؤهلين بالقدر الكافي لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم.

2- دراسة (شاهين، 2011): "كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني". هدفت الدراسة إلى اختبار مدى كفاءة بورصة فلسطين والدور الذي تلعبه البورصة في دعم الاقتصاد الوطني ولتحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث أسلوب المسح الميداني من خلال الإستبانة لعينة قدرت بنحو 150 من المستثمرين المتعاملين مع البورصة ولقد استعرضت الدراسة مفهوم كفاءة السوق ونشأة سوق فلسطين وأبرز المؤشرات لبورصة فلسطين ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى أن بورصة فلسطين تعمل وفقاً لدرجة الكفاءة الضعيفة وأنها لا تمتلك مقومات الكفاءة التشغيلية والتجميعية بالإضافة إلى عدم وجود العدد الكافي من الشركات المدرجة وتركز التداول على عدد قليل من الشركات كما أظهرت الدراسة ضعف ثقة المستثمرين بالبورصة وعدم اقتناع الكثيرين بجدوى التداول فيها ووفقاً لنتائج الدراسة فإن بورصة فلسطين لم تساهم بشكل فعال في دعم الاقتصاد الوطني وتميمته ومن المحتمل أن يكون لها بعض الآثار السلبية أحياناً على ثروة الأفراد ومدخراتهم بسبب تبخرها. ولقد أوصت الدراسة بضرورة توفر مزيد من الشفافية والعدالة في حصول المتعاملين على المعلومات وضرورة نشر الوعي بين المشاركين بالسوق وتخفيض عمولات التداول أو إلغائها على عمليات البيع والشراء في السوق بالإضافة إلى العمل على إيجاد صناع السوق وزيادة الرقابة للحد من حركة كبار المستثمرين المضرة بصغار المستثمرين.

3- دراسة (الطلاع، 2010): " دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي".

هدفت الدراسة لمعرفة دور الوعي الاستثماري في تنشيط وزيادة فاعلية سوق فلسطين لتحفيز عملية النمو الاقتصادي وذلك باستخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال إستبانة تم توزيعها على 280 مستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ولقد توصلت الدراسة إلى وجود درجة متوسطة من الوعي الاستثماري لدى المساهمين وتباين درجة هذا الوعي تبعاً لمتغير الجنس والعمر والمستوى التعليمي وعدد سنوات التداول كما توصلت الدراسة إلى أن لسوق فلسطين دوراً إيجابياً ناتج عن مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي كما أن زيادة الوعي لدى المستثمرين من شأنه تطوير وتنشيط هذا السوق مما يؤدي لزيادة دوره في الاقتصاد الوطني.

قدمت الدراسة توصيات لكل من إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية ولهيئة رأس المال وشركات الوساطة والمؤسسات التعليمية تتعلق بضرورة التعاون والعمل على نشر الوعي الاستثماري بالطرق المختلفة وبالاستعانة بوسائل الإعلام المختلفة وعقد الدورات وورشات العمل والعمل على وجود مكاتب للتحليل المالي والفني وزيادة أعداد المحللين الماليين وزيادة فروع شركات الوساطة العاملة في

الأراضي الفلسطينية وضرورة التنسيق مع الجامعات لإدراج مساقات تتعلق بالأسواق المالية وزيادة كفاءة العاملين والمحاضرين من الناحية العملية.

4- دراسة (علاونة، 2008): " الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور أسواق المال في جذب الاستثمارات الأجنبية وقامت الدراسة بداية بالتمييز بين الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر واستعرضت الدراسة اتجاهات الاستثمارات الأجنبية وتدفعاتها إلى الدول المختلفة والدور الذي تلعبه أسواق المال في النشاط الاقتصادي من خلال زيادة نسبة الادخار في المجتمع وتقليل تكاليف المعاملات والمعلومات وتحفيز دور الرقابة الإدارية كما قامت الدراسة بتحديد متطلبات جذب الاستثمار في أسواق المال العربية من خلال عوامل لها علاقة بالنظام السياسي والاقتصادي وعوامل خاصة بالسوق المالي من حيث تنوع الأدوات الاستثمارية وزيادة كفاءة السوق وتطرفت الدراسة إلى واقع التجربة الفلسطينية ودور سوق فلسطين في جذب الاستثمارات الأجنبية وأظهرت الدراسة أن نسبة الأسهم المملوكة للأجانب لم تتجاوز الـ 44% خلال الفترة (2001-2006) تتوزع على القطاعات الاقتصادية المختلفة مع ضرورة الانتباه إلى أنه لا تتوفر بيانات مفصلة حول طبيعة الاستثمار ووجود مشاكل في تعريف من هو الأجنبي ويمكن أن تكون هذه النسبة العالية عائدة إلى فلسطينيين يعيشون خارج فلسطين ولا يملكون حق الإقامة في فلسطين.

5- دراسة (ماس، 2008): " تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الأجنبية".

هدفت الدراسة لتقييم مدى جاذبية سوق الأوراق المالية الفلسطيني للاستثمارات الأجنبية والمعوقات التي تواجه ذلك والخطوات اللازمة لزيادة تلك الاستثمارات ولقد لجأت الدراسة إلى استخدام أسلوب التحليل الوصفي للتعرف على قدرة سوق الأوراق المالية الفلسطيني على جذب الاستثمارات الأجنبية نظراً لعدم توفر بيانات مفصلة حول الاستثمارات الأجنبية في فلسطين وعدم توفر بيانات مالية على شكل سلاسل زمنية تسمح بالتحليل الإحصائي على حد زعم الدراسة. ولقد توصلت الدراسة لنتائج عديدة أهمها بأن:

سوق فلسطين للأوراق المالية سوق واعد بالرغم من حداثة يمكن أن يسهم في جذب نسبة جديدة من الاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص مناسبة كما أظهرت الدراسة تطور سوق فلسطين بشكل كبير في السنوات الأخيرة واستطاعت جذب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية وتحويلها إلى استثمارات محلية وأظهرت الدراسة مجموعة من العوامل التي تشجع على الاستثمار منها سرعة إنجاز

المعاملات، وعدم تفشي ظاهرة الفساد والرشاوى ووجود قطاع مصرفي مستقر وسليم وحرية تدفق الأموال دون قيود وأوصت الدراسة بضرورة توفير البيئة المواتية للاستثمارات في حدود ما يمكن القيام به واتباع سياسات مالية واقتصادية سليمة، كما أوصت الدراسة بضرورة تشجيع الشركات غير المدرجة على تقديم طلب إدراج للسوق بالإضافة إلى ضرورة تطبيق قواعد الحوكمة في السوق وتوفير البيانات وإيجاد نظام تداول إلكتروني يسمح للأجانب بالتداول من خلال الانترنت.

6- دراسة (صالحه، 2007): "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية". هدفت الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة شركات الوساطة في تنمية وتطوير سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك من خلال معرفة دورها في مجال نشر الوعي الاستثماري وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية والمساهمة في إنشاء صناديق الاستثمار.

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي وقد تم الحصول على البيانات من خلال المصادر الثانوية بالإضافة إلى البيانات الأولية من خلال الاستبانة وتحليلها باستخدام البرنامج الإحصائي spss. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- 1- تطوير وتنمية سوق فلسطين سيساهم في جذب مزيد من الاستثمارات للسوق.
- 2- توفر الكوادر ذوي الخبرة والكفاءة لدى شركات الوساطة سيؤدي إلى تنشيط حركة التداول وتخفيض التكاليف وتوفير الوعي والجهد للمستثمرين.
- 3- ضعف حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين نتيجة حالة عدم الاستقرار وتفضيل المستثمر الأجنبي التوجه إلى أسواق أكثر استقراراً.
- 4- الحاجة إلى إنشاء صناديق الاستثمار وإمكانية لعب شركات الوساطة دور إيجابي في إنشائها ونجاحها.

ومن أهم توصيات الدراسة العمل على زيادة شركات الوساطة وتطوير وتحسين الخدمات المقدمة من قبلها والعمل على إنشاء صناديق استثمار ذات إدارة متخصصة وضرورة تعاون شركات الوساطة مع المؤسسات الأكاديمية والمعرفية في نشر الوعي الاستثماري.

7- دراسة (نصار، 2006): " آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية ".

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية ومحاولة وضع تصور لتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء إدراج بعض منتجات الهندسة المالية، اعتمد الباحث في دراسته على البيانات الثانوية المتمثلة في الكتب والأبحاث المنشورة وبعض المواقع الإلكترونية بالإضافة إلى

البيانات الأولية من خلال استبانته تم توزيعها على المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة للفترة ما بين 11-29/6/2006 واستخدم الباحث برنامج spss لتحليل البيانات، كما قام الباحث بإجراء مقارنة بين أداء سوق فلسطين وأداء بعض البورصات الناشئة للفترة ما بين (1997-2005). ومن أبرز نتائج الدراسة أن الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية فقط أدى لانخفاض أوامر البيع والشراء، ارتفاع درجة تركيز التداول على بعض الأسهم، حدوث تقلبات حادة في الأسعار وانخفاض حجم الأموال الموجهة للاستثمار في السوق. ومن أهم توصيات الدراسة:

- ضرورة توفير التدريب للعاملين في مجال سوق رأس المال ومواكبة سوق فلسطين للأوراق المالية للتطورات الحاصلة في البورصات العالمية وتقديم التسهيلات للسماح للشركات الأجنبية بإدراج أوراقها المالية وتطبيق الأساليب المستحدثة في تسوية الصفقات (أسلوب التمويل بالهامش والبيع على المكشوف).
- حث مجالس إدارة الشركات على التنوع في هيكل رأس المال وتطبيق آليات تمويل مستحدثة.

8- دراسة (الجيغان، زعيتير، 2005): " سوق فلسطين للأوراق المالية - الواقع والتطلعات نحو تمويل أفضل " .

هدفت الدراسة إلى التعرف على واقع سوق فلسطين للأوراق المالية والدور المستقبلي الذي يمكن أن يساهم به في حشد الموارد وتوفير التمويل اللازم للشركات الفلسطينية واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي وتوصلت إلى مجموعة نتائج أهمها:

- 1- فتح سوق فلسطين للأوراق المالية المجال أمام الشركات المساهمة في الحصول على التمويل اللازم والتنوع في الهيكل التمويلي للشركات.
 - 2- جاهزية أنظمة السوق للتعامل بالأوراق المالية المختلفة رغم أن التعامل الحالي يقتصر على الأسهم.
 - 3- تستطيع الشركات المساهمة الحصول على تمويل طويل الأجل من خلال إصدارها للسندات والتي يمكن إدراجها وتداولها من خلال سوق فلسطين للأوراق المالية.
 - 4- مساهمة سوق فلسطين في تنوع الشركات لمصادر تمويلها يشجع على جذب مزيد من المستثمرين مما يؤثر بالإيجاب على تطور السوق.
- ولقد أوصت الدراسة الشركات بضرورة الاستعانة بوسائل تمويل جديدة بخلاف الأسهم وضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية بلعب دور في تشجيع الشركات على تنوع مصادر تمويلها وذلك لجذب مزيد من المستثمرين للسوق.

ثانياً: الدراسات العربية

1- دراسة (عربي، 2010): " دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الإقتصادي ". هدفت الدراسة لقياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو الاقتصاد السوداني لما لسوق الأوراق المالية من دور في تعبئة المدخرات ومن ثم توفير التمويل للقطاعات الاقتصادية مما يعزز من النمو الإقتصادي، واستخدم الباحث المنهج التحليلي بإجراء اختبار العشوائية ومن ثم الانحدار المتعدد باستخدام برامج EViews، Minitab. النموذج المستخدم في الدراسة:

$$PCAPITA_t = B_0 + B_1 K_t + B_2 MNT_t + B_3 V1 + E_t$$

المتغير التابع:

PCAPITA = نصيب الفرد الحقيقي من الناتج المحلي

المتغيرات المستقلة:

K = نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي

MNT = التعمق النقدي ويساوي نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي

V1 = تقلبات عائدات الأسهم (تباين قيمة الأسهم المتداولة)

E_t = الخطأ العشوائي

B = معاملات النموذج

ومن خلال الدراسة تم نفي فرضية الأثر الإيجابي لسوق الخرطوم على النمو الاقتصادي نتيجة للتكلفة العالية للمعاملات وعدم الكفاءة من حيث سرعة تداول المعلومات وشفافيتها. ولقد أوصت الدراسة بضرورة تعميق الوعي الاستثماري لدى قطاعات الشعب المختلفة وحث الشركات على إدراج أسهمها في البورصة وتوجيه المستثمرين باتجاه المؤسسات والشركات التي تساهم في زيادة الاستثمار.

2- دراسة (الزهراء، زهرة، 2008): "دور سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسات الاقتصادية، حالة الجزائر".

تحاول هذه الدراسة التعريف بسوق رأس المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة ومحاولة إبراز دورها وكيفية مساهمتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية مع التركيز على حالة الجزائر.

ولقد توصلت الدراسة إلى أهمية وجود سوق الأوراق المالية حيث أصبحت ضرورة حتمية في ظل العولمة المالية من أجل تنشيط المؤسسات الاقتصادية العاملة وكذا تحريك عجلة التنمية للاقتصاد

الوطني كما أكدت الدراسة على أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية وأن نجاحها في تأدية دورها متوقف على كفاءتها وشفافيتها لتتال ثقة المستثمرين.

وأوصت الدراسة بضرورة تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر ومحاولة توسيع عدد ونوع الأوراق المالية المتداولة في السوق وضرورة نشر الوعي والثقافة البورصية على مستوى المؤسسات والبنوك والجمهور بالإضافة إلى ضرورة منح بعض المزايا للشركات المدرجة في البورصة.

3- دراسة (فريدة، 2008) بعنوان: "البورصة ودورها في تفعيل اقتصاديات الدول النامية".

حاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة التعرف على دور البورصة في تفعيل التنمية الاقتصادية والوصول إلى اقتراحات كافية لتطوير البورصة في الدول النامية.

وتوصلت الدراسة إلى أن البورصة تلعب دوراً فعالاً وبارزاً في تحقيق التنمية الاقتصادية خصوصاً إذا توفرت لها البيئة القانونية والتنظيمية والمناخ الملائم.

كما توصلت الدراسة لوجود فوارق جوهرية بين البورصات الموجودة في الدول المتطورة ونظيراتها في الدول النامية من حيث ضخامة حجم الشركات المقيدة و عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى وجود فوارق في أنواع الأوراق المالية المتداولة.

كما أكدت الدراسة على ضرورة اهتمام الدول النامية بالبورصات ومحاولة تطويرها خصوصاً في ظل ضعف قطاعها المالي وعدم قدرته على تمويل المشاريع الاستثمارية وحاجتها الملحة لتوفير هذا التمويل وأوصت الدراسة أيضاً بضرورة توفر رقابة صارمة ودقيقة من خلال أطر قانونية تنظم عمل تلك البورصات وأخيراً أوصت الدراسة بضرورة إنشاء بورصة عربية موحدة والذي يعتبر ضرورة ملحة لمواجهة التحديات ومنافسة البورصات الإقليمية.

4- دراسة (الفاقي، وفاء، 2006): " أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي ".

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على العلاقة بين أداء أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية والدور الذي يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الليبي.

استخدمت الدراسة المنهج التحليلي الاستنباطي في الدراسة حيث تم التحليل النظري للأدبيات التي تناولت هذا الموضوع ومدى توافقها مع الدراسات التطبيقية في الدول النامية ومن ثم حاولت الدراسة توقع الدور التنموي الذي يمكن أن تلعبه إقامة سوق للأوراق المالية في ليبيا.

وخلصت الدراسة من خلال مراجعة الدراسات السابقة إلى أن القول بوجود علاقة إيجابية بين إقامة وتطوير سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية يعد فرضية مقبولة كما خلصت الدراسة إلى أن عدم وجود سوق منظم للأوراق المالية في ليبيا كان له تأثير سلبي وشكل عقبة أمام الشركات في الحصول

على التمويل اللازم كما أدى عدم وجود السوق إلى ضعف الإعلام المالي وعدم وجود الوعي المالي الكافي لدى المستثمرين.

وأوصت الدراسة بضرورة مراجعة النظم والتشريعات والقوانين المالية وتوفير المقومات الأساسية للسوق المالية والحرص على أن تكون قيمة أسهم الشركات المدرجة صغيرة لضمان مشاركة صغار المستثمرين كما أوصت الدراسة بضرورة التحول التدريجي لعملية الخصخصة.

5- دراسة (ياسر، زهرة، 2005): " الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني لسوريا، دراسة تحليلية استشرافية".

من خلال هذه الدراسة حاول الباحثان تناول الأسواق المالية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية بشكل عام، والشروط المطلوبة لنجاح هذه الأسواق بهدف الاستفادة من سلبيات وإيجابيات هذه الأسواق في نجاح السوق المزعم إقامته في سوريا وتوصلت الدراسة إلى نتائج كان أبرزها التأكيد على أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد وهي بمثابة الترمومتر لقياس حالة الأسواق.

وأوصت الدراسة بضرورة توفير الأراضية الاقتصادية والقانونية والضريبية بالإضافة إلى ضرورة معاملة الشركات الخاصة معاملة خاصة من الناحية الضريبية وتسهيل الإجراءات اللازمة لزيادة رأس مال الشركات بالإضافة إلى تأهيل الكوادر اللازمة للعمل في السوق المالي وإلزام الشركات بالإفصاح عن بياناتها وقوائمها المالية.

6- دراسة (الأسرج، 2002): " دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار بمصر".

هدفت الدراسة إلى تحليل دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر خلال الفترة (1982-2000) وكذلك بلورة المحاور التي من خلالها يتم تفعيل دور سوق الأوراق المالية المصرية في تنمية الادخار لاحقاً، ومن خلال الدراسة توصل الباحث للنتائج التالية:

أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لما له من دور كبير في جذب المدخرات التي تعتبر حجر الزاوية في عملية التنمية، وأنه على الرغم مما شهدته سوق الأوراق المالية المصرية من تطور إلا أنها ما زالت تواجه مجموعة من العقبات تحد من قدرتها على تعبئة المدخرات وأهم هذه العقبات صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق و انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات وضعف الثقة وأمية الاستثمار المالي بالإضافة إلى تباين أساليب التقييم وبطء إجراءات التداول والافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة مساهمة سوق الأوراق المالية من خلال السوق الأولية في تمويل الاستثمارات خلال فترة الدراسة كانت ضعيفة حيث تبين ضعف نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي و إلى الودائع طويلة الأجل بالجهاز

المصرفي وهذا يثبت بأن هناك طاقة ادخارية كامنة يمكن توظيفها بواسطة سوق الأوراق المالية وأوصى الباحث في النهاية بعدد من التوصيات لتفعيل دور السوق منها: اتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الاستثمار وإعداد خطة إعلامية للتعريف بسوق الأوراق المالية والعمل على زيادة المعروض من الأوراق المالية لتنشيط السوق بالإضافة إلى تنويع الأوراق المالية المصدرة والعمل على تعدد جهات إصدار الأوراق المالية وأخيراً تعزيز الإشراف والرقابة على السوق.

7- دراسة (ملال، 2001): " تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة، دراسة حالة الجزائر".

حاولت الدراسة معرفة الدور والمكانة التي تلعبها البورصة كأحد الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي مع محاولة التركيز على بورصة الجزائر ودراسة دورها والعراقيل التي تواجهها. ولقد توصلت الدراسة للنتائج التالية:

تتحقق التنمية الاقتصادية عن طريق تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار الأمثل ووجود السوق المالي يسمح بتوفير هذه الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز كما يتيح السوق المالي للشركات تنويع مصادر التمويل.

كما توصل الباحث إلى أن وجود ونشأة السوق المالي يلعب دوراً مهماً في تحسين فعالية النظام المالي في الجزائر خصوصاً عملية توزيع الموارد والتخصيص الأمثل لها.

وأوصت الدراسة بضرورة تعزيز النصوص التشريعية والتنظيمية وتعزيز وتحديث القطاع البنكي والمالي والذي هو سند هام لاقتصاد السوق بالإضافة إلى ضرورة الاهتمام بنشر الثقافة البورصية والتشجيع على الاستثمار.

ثالثاً: الدراسات الأجنبية

1- (Makova, Bokosi, Mashika, Zivengwa, 2011) "Stock market development and economic growth in Zimbabwe".

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في زيمبابوي معتمدة على سلسلة زمنية سنوية للبيانات للفترة ما بين 1980 - 2008.

ويمثل النمو الاقتصادي المتغيرات التابعة التالية:

■ نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي PCR GDP

■ الاستثمار INV ولعدم توفر بيانات محلية له تم احتسابه من خلال النسبة التالية:

Gross Fixed Capital Formation/GDP

ويمثل تطور سوق الأوراق المالية المتغيرات المستقلة التالية:

- حجم سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد $MCGDP =$ القيمة السوقية للأسهم مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.
 - معدل الدوران للأسهم $VTMC =$ إجمالي حجم التداول مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية ويستخدم معدل الدوران لقياس سيولة السوق وكفاءته.
- وبأخذ اللوغاريتم للمتغيرات ما عدا $PCR GDP$ تم اختبار سكون السلاسل الزمنية من خلال اختبار جذر الوحدة، وباستخدام اختبار $vector\ auto\ regressive$ واختبار جرانجر تبين وجود علاقة في اتجاه واحد بمعنى تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وذلك بطريقة غير مباشرة من خلال التأثير الإيجابي على الاستثمار والذي يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي.

2- (Jin, Boubakary, 2010) "The role of stock market development in economic growth: evidence from some euronext countries".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة السببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي معتمدة على سلسلة زمنية ربع سنوية من 1995 - 2008 وذلك لخمس أسواق أوروبية وهي (بلجيكا - فرنسا - البرتغال - هولندا - بريطانيا) ولقد تم تحويل البيانات السنوية إلى ربعيه باستخدام طريقة $Boot, Feibes$ and Lisman, 1967.

ويمثل النمو الاقتصادي المتغيرات التابعة التالية:

- إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية (دولار)
- الاستثمار الأجنبي المباشر FDI

ويمثل سوق الأسهم المتغيرات المستقلة التالية:

- إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة
- إجمالي حجم التداول
- معدل دوران الأسهم

ومن خلال بيانات الدراسة سجل العام 2007 أعلى قيمة لإجمالي التداول وانخفضت القيمة في العام 2008 بسبب الأزمة المالية، ووجد أن أعلى قيمة لمعدل الدوران سجلتها بلجيكا لعام 2008 بمقدار 76.8، فرنسا عام 2008 بمقدار 152.45، البرتغال عام 2007 بمقدار 122.20، هولندا عام 2007 بمقدار 207.80 وأخيراً سجلت بريطانيا أعلى قيمة لمعدل الدوران في العام 2007 بقيمة 270.10.

وباستخدام اختبار جرانجر توصلت الدراسة لوجود علاقة بين القيمة السوقية والاستثمار الأجنبي المباشر وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبه بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في الدول التي تتمتع أسواقها بنشاط وسيولة عالية مثل فرنسا وبريطانيا وعدم وجود علاقة في الدول التي تتصف أسواقها بانخفاض السيولة مثل هولندا ووجود علاقة سلبية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في كل من بلجيكا والبرتغال.

3- (donwa, odia, 2010) "an empirical analysis of the impact of the Nigerian capital market on her socio-economic development".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير سوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية والاجتماعية في نيجيريا في الفترة 1981-2008 حيث اعتمدت الدراسة إجمالي الناتج المحلي GDP كمتغير يعبر عن التنمية الاقتصادية وقامت بأخذ كل من إجمالي حجم التداول VTS والقيمة السوقية للأسهم المدرجة MCP وإجمالي قيمة الإصدارات الجديدة TNI وعدد الشركات المدرجة TLS كمؤشرات لسوق رأس المال ودراسة أثرها على الناتج المحلي الإجمالي وكان النموذج المستخدم في الدراسة بالصيغة التالية:

$$GDP = a + a_1MCAP + a_2TNI + a_3VTS + a_4TLS + U$$

وباستخدام الانحدار الخطي المتعدد تبين من الدراسة بان مؤشرات سوق رأس المال لم تؤثر بشكل كبير على الناتج المحلي الإجمالي ونصحت الدراسة الحكومة النيجيرية باتخاذ مجموعة من التدابير لتعزيز ثقة المستثمرين وتنشيط السوق بحيث يسهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية والاجتماعية النيجيرية.

4-(shahbaz, ahmed, ali, 2008) "stock market development and economic growth: Ardl causality in Pakistan".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في اقتصاد دولة نامية مثل باكستان وغطت الدراسة الفترة ما بين 1971-2006 وتم قياس النمو الاقتصادي باستخدام نصيب الفرد من الدخل القومي GNPC وتم استخدام نسبة رأس مال سوق الأسهم إلى إجمالي الناتج المحلي MC كمؤشر ممثل لتطور سوق الأوراق المالية وقامت الدراسة باستخدام كلاً من الاختبارين DF-GLS, and Ng-Perron واختبار درجة التكامل بين متغيرات الدراسة وتم استخدام اختبار Augmented Dickey Fuller (ADF) لاختبار سكون المتغيرات وتبين من خلال الاختبار سكون المتغيرات وتم استخدام كلاً من اختباري Engle-Granger causality and ARDL tests لاختبار العلاقة السببية على المدى الطويل وال المدى القصير وتبين

من خلال الدراسة أن هناك علاقة سببية في اتجاهين على المدى الطويل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بمعنى أن كلاهما يؤثر في الآخر ويتأثر به. وعلى المدى القصير توصلت الدراسة بأن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد أي تأثير لتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

5-(Odhiambo, 2008) "stock market development and economic growth in south Africa".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا معتمدة على سلسلة زمنية تمتد من 1971-2007 وتكونت الدراسة من خمسة أجزاء تشمل مقدمة عامة، وإصلاحات السوق المالي والتنمية في جنوب أفريقيا، والإطار النظري لعلاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية، ومن ثم التحليل القياسي وأخيراً ملخص الدراسة. وأعطى الباحث فكرة عن القطاع المالي في جنوب أفريقيا وركز على بورصة جوهانسبرج التي تأسست عام 1888م وأشار إلى أن حجم القيمة السوقية لبورصة جوهانسبرج في العام 2006م بلغ 579.1 مليار دولار محتلة المرتبة 16 على العالم من حيث القيمة السوقية.

ويمثل النمو الاقتصادي المتغير التابع التالي:

نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

ويمثل تطور سوق الأوراق المالية المتغيرات المستقلة التالية:

- معدل حجم رأس مال السوق = القيمة السوقية مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.
- معدل التداول = إجمالي حجم التداول مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.
- معدل الدوران للأسهم = إجمالي حجم التداول مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية.

قامت الدراسة باختبار سكون المتغيرات باستخدام اختبار Phillips and perron

واختبار Dickey – fuller generalized least square (DF-GIS)، وتم استخدام اختبار

Ardl bounds testing procedure لدراسة العلاقة بين المتغيرات وأوضح النتائج أن العلاقة

بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي حساسة ومرتبطة بالمتغير المستخدم في التعبير عن

التطور في سوق الأسهم حيث وجد تأثير في اتجاه واحد للنمو الاقتصادي على القيمة السوقية وتأثير

لحجم التداول ومعدل الدوران على النمو الاقتصادي.

6-(Mun, Siong, Thing,2008) "Stock market and economic growth in Malaysia: causality test".

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا باستخدام سلسلة زمنية سنوية للفترة ما بين 1977-2006 بعدد 30 مشاهدة.

ويمثل النمو الاقتصادي المتغير التالي:

▪ إجمالي الناتج المحلي الحقيقي RGDP

ويمثل سوق الأوراق المالية المتغير التالي :

▪ المؤشر المركب لبورصة كوالالامبور Kici

تم استخدام اختبار Augmented Dickey- fuller (ADF) وذلك لاختبار استقرار البيانات، وتم استخدام اختبار جارجنر لإختبار العلاقة السببية بين المتغيرات ومن خلال اختبار جارجنر وجد تأثير لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وليس العكس ووجدت الدراسة أن سوق الأوراق المالية يمكن أن يلعب دوراً أكثر أهمية في حال قامت السلطات بتحرير الاستثمار وتبني سياسة الانفتاح الاقتصادي.

7-(yartey, adjasi, komla, 2007) "Stock market development in sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges".

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار الأهمية الاقتصادية لأسواق الأسهم في دول الصحراء الإفريقية والتعرف على الخيارات المتاحة لتعزيز تنمية وتطور سوق الأوراق المالية فيها.

وتوصلت الدراسة إلى أن أسواق الأسهم قد ساهمت بشكل كبير في تمويل الشركات ونموها في بعض الدول الإفريقية وإلى وجود قصور في هذا الدور في بعض الدول.

وأشارت الدراسة إلى أن البورصات الإفريقية تواجه تحدياً أساسياً يتمثل في حاجتها إلى التكامل واستخدام التقنية بشكل أفضل للتغلب على مشاكل انخفاض السيولة وتحسين الإطار القانوني والمحاسبي وأوصت الدراسة بضرورة تحسين الإطار القانوني ومواءمة التشريعات لظروف تلك البلدان وتحرير التجارة بين تلك البلدان وتطوير أنظمة التداول الإلكتروني والعمل على تكامل تلك البورصات للتغلب على المشاكل التي تواجهها.

8-(Ben Naser , Ghazouni, 2007) "stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region".

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين قطاع البنوك وأسواق الأسهم بالنمو الاقتصادي واستخدمت الدراسة بيانات مقطعية لأحد عشر دولة منها تسع دول عربية بالإضافة إلى إيران وتركيا.

تم استخدام معدل النمو الحقيقي لنصيب الفرد من الناتج المحلي كمؤشر للنمو الاقتصادي. تم قياس مدى تطور سوق الأسهم من خلال المؤشرات التالية:

- معدل قيمة التداول = إجمالي حجم التداول مقسوماً على النتائج المحلي.
- معدل دوران السهم = حجم التداول مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية.
- نسبة رأس مال السوق للناتج المحلي الإجمالي.
- مؤشر مركب من المؤشرات الثلاث السابقة.

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي للقطاع البنكي وأسواق الأسهم على النمو الاقتصادي في الدول العربية والأثر السلبي لسوق الأسهم قد يعود لصغر حجم هذه الأسواق وحادثة إنشائها وانحراف الموارد المالية من الاستثمار الحقيقي إلى المضاربة.

9-(niewerburgh, buelens, cuyvers, 2005) " stock market development and economic growth in Belgium".

هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين تطور السوق المالي في بلجيكا والنمو الاقتصادي على المستوى طويل الأجل وغطت الدراسة الفترة ما بين 1830-2002 وتم استخدام كل من القيمة السوقية للأسهم المدرجة وعدد الأسهم المدرجة ومعدل قيمة الشركات المدرجة في بورصة بروكسل بالنسبة لإجمالي الشركات الموجودة في بلجيكا كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية وتم استخدام نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي وباستخدام Granger causality test توصلت الدراسة إلى إن هناك علاقة قوية بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية حيث ساهم وجود السوق وتمويل الشركات من خلاله في تحقيق النمو الاقتصادي وخصوصاً في الفترة ما بين 1873-1935 التي شهدت رفع القيود عن تأسيس الشركات وإدراجها في بورصة بروكسل ووجد تأثير للنمو الاقتصادي على نمو سوق الأسهم في الفترة ما بين 1935-2002.

10-(Muhtadi, agarwal, 2002) "stock market development and economic growth: evidence from developing countries".

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة التي تربط بين التنمية الاقتصادية وسوق الأسهم مع التركيز على الدول النامية حيث قامت الدراسة بأخذ بيانات مقطعية لعينة مكونة من 21 دولة نامية لفترة تمتد إلى 21 سنة.

وتم استخدام المتغيرات التالية كمؤشرات لسوق الأوراق المالية:

- حجم السوق MCR = إجمالي القيمة السوقية مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.
- معدل قيمة التداول STR = إجمالي حجم التداول مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي.

- معدل الدوران $TR =$ إجمالي حجم التداول مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية.
 - وتم استخدام المتغيرات التالية كمؤشرات للنمو الاقتصادي:
 - النمو $GROWTH =$ وتم قياسه من مؤشرات التنمية العالمية لعام 2000.
 - الاستثمار $INV =$ إجمالي الاستثمار الحقيقي مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي.
- وبالإضافة إلى المتغيرات السابقة تم استخدام إجمالي الاستثمار الأجنبي FDI كمتغير تحكمي مرتبط بإجمالي الاستثمار الحقيقي هذا بالإضافة إلى استخدام متغير نسبة الملتحقين بالتعليم الثانوي مقارنة بعدد السكان الكلي SE.
- واختبرت الدراسة فرضيتين أساسيتين من خلال نموذجين قياسييين الأولى تدرس بشكل غير مباشر العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام الاستثمار كمؤشر للنمو الاقتصادي والفرضية الثانية تختبر العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بشكل مباشر. وتبين من خلال الدراسة بأن تطور سوق الأوراق المالية يساهم في عملية النمو الاقتصادي بشكل مباشر وغير مباشر و أظهرت الدراسة أهمية عاملي سيولة السوق وحجم السوق في التأثير على النمو الاقتصادي.

11- (Zarvos, Levine, 1996) " stock market, Banks and economic growth".

هدفت هذه الدراسة لإختبار مساهمة القطاع التمويلي المتمثل في سوق الأوراق المالية والبنوك في تحقيق النمو الاقتصادي.

وتم أخذ عينة مقطعية تضم 49 دولة في الفترة ما بين 1976-1993 وقام الباحثان بدراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي والذي يمثلته المتغيرات التالية:

- نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.
- التراكم الرأسمالي للفرد.
- نمو إجمالي الإنتاجية.

وسيولة سوق الأوراق المالية ويمثلها المتغيرات التالية:

- معدل قيمة التداول = قيمة التداول مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.
 - معدل دوران السهم = قيمة الأسهم المتداولة مقسومة على القيمة السوقية للأسهم المدرجة.
- وتم التحكم في العوامل المرتبطة بالنمو مثل الدخل الابتدائي للفرد، التعليم، الاستقرار السياسي، سعر الصرف، السياسة المالية والنقدية وذلك لمعرفة القدرة التنبؤية ومن خلال نتائج الانحدار تبين أن سيولة سوق الأوراق المالية ذا معنوية إحصائية لنمو دخل الفرد الحقيقي من الناتج المحلي الإجمالي وتراكم رأس المال ونمو الإنتاجية.

رابعاً: التعقيب على الدراسات السابقة

أ- أظهرت الدراسات السابقة أن علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية تأخذ أشكالاً متعددة منها:

1- وجود تأثير إيجابي متبادل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في بعض الحالات ومن أمثلة ذلك دراسة كل من (shahbaz, ahmad, ali, 2008) في المدى الطويل ودراسة (odhiambo, 2008).

2- وجود تأثير إيجابي في اتجاه واحد ومن أمثلة ذلك دراسة (الطلاع، 2010)، دراسة (الفتي، وفاء، 2006)، (ياسر، زهرة، 2005)، (الاسرج، 2002)، (ملال، 2001)، (الجيعان، زعيتير، 2005)، (makova, bokosi, mashika, zivengwa, 2011)، (jin, boubakary, 2010) لكل من فرنسا وبريطانيا، (mun,siong,thing,2008)، (yartly, adjasi, komla, 2007)، (muhtadi, agrawal, 2002)، (nieuwerburgh, buelens, cuyvers, 2005)، ودراسة (zervos, Levin, 1996).

3- وجود تأثير سلبي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في بعض الحالات نظراً لتوجه جزء كبير من الأموال للسوق المالي بهدف المضاربة فقط بدلاً من توجيهها للاستثمار المنتج ومن أمثلة ذلك دراسة (ben naser. ghazouni, 2007)، دراسة (jin, boubakary, 2010) لكل من بلجيكا والبرتغال.

4- عدم وجود علاقة أو تأثير لسوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية ومن أمثلة ذلك دراسة (شاهين، 2011)، دراسة (عربي، 2010)، دراسة (jin, boubakary, 2010) للحالة الهولندية، دراسة (donwa, odia, 2010).

ب- أظهرت الدراسات المحلية أن سوق فلسطين للأوراق المالية يعاني من مشكلات تتمثل في انخفاض السيولة، انخفاض عدد الشركات المدرجة، تركيز التداول على عدد محدود من الشركات، وانخفاض حجم الاستثمارات الأجنبية في السوق.

ج- تشابهت الدراسة الحالية في بعض الأجزاء منها مع الدراسات السابقة المحلية في الجانب النظري وتشابهت مع الدراسات السابقة وخصوصاً الأجنبية منها في منهجية تقدير نموذج الدراسة والاختبارات الإحصائية المستخدمة.

د- أظهرت الدراسات السابقة وجود متغيرات أساسية يمكن استخدامها والاعتماد عليها في قياس تأثير سوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية وهي معدل الرسملة السوقية، معدل قيمة التداول، معدل الدوران.

هـ- استفادت الدراسة من تجارب الدراسات السابقة في تحديد النموذج القياسي المناسب والطرق الإحصائية المناسبة لعملية التقدير.

و- الاستفادة من الدراسات السابقة من خلال إجراء مقارنة بين نتائج هذه الدراسة ونتائج الدراسات السابقة.

خامساً: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

أ- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة وخصوصاً المحلية منها في استخدامها لأسلوب تحليل السلاسل الزمنية من خلال نموذج قياس إحصائي يدرس طبيعة العلاقة بين المتغيرات المختلفة الداخلة في النموذج وهو ما افتقرت إليه الدراسات المحلية السابقة.

ب- جمعت الدراسة بين المنهجين الوصفي والقياسي وهي بذلك من الدراسات المحلية القليلة التي جمعت بين المنهجين.

ج- ربطت الدراسة بين سوق فلسطين للأوراق المالية وعملية التمويل للتنمية الاقتصادية وهو ما افتقرت إليه غالبية الدراسات المحلية السابقة.

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية

مقدمة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

ثانياً: أنواع الأسواق المالية

ثالثاً: العلاقة التبادلية بين السوق الأولي والسوق الثانوي

رابعاً: متطلبات قيام الأسواق المالية

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية

أولاً: التعريف بسوق الأوراق المالية

ثانياً: التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

ثالثاً: المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

خامساً: تعريف الأوراق المالية

سادساً: أهم أنواع الأوراق المالية

المبحث الثالث: الأدوات المالية الحديثة في الأسواق المالية

أولاً: تعريف المشتقات

ثانياً: أهمية المشتقات

ثالثاً: مخاطر استخدام المشتقات

رابعاً: أدوات المشتقات المالية

خامساً: أسواق عقود المشتقات

المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: التعريف بكفاءة سوق الأوراق المالية

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

ثالثاً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

رابعاً: الصيغ المختلفة للسوق الكفاء

ملخص الفصل الثاني

مقدمة:

حظيت الأسواق المالية في عصرنا الحديث بمكانه عظيمة حيث أصبح يقاس اقتصاد دولة ما بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية، وفي ظل البحث المتواصل والتفكير من قبل الدول لتحقيق التنمية الاقتصادية بات من غير الممكن تجاهل دور الأسواق المالية في تعبئة المدخرات وجذب الاستثمارات وأصبح العديد من المنشآت والشركات تعتمد عليها للحصول على التمويل اللازم لعملية إنشائها أو توسيع استثماراتها.

وتعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) أحد أهم فروع سوق رأس المال مع ما يتيح للشركات من الحصول على الأموال اللازمة وللمستثمرين من تحقيق الأرباح وتتميز بقدرتها على جذب الادخارات مهما تضاءلت قيمتها نظراً لوجود أوعية ادخارية تناسب مختلف المدخرين الأمر الذي يؤدي إلى تحول هذه المدخرات إلى تدفقات نقدية للشركات (الأسرج، 2002).

ويتناول هذا الفصل عرض بعض المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية من حيث مفهومها وأنواعها ومتطلبات قيامها وتطورها التاريخي ووظائفها وأنواع المخاطر التي تتعرض لها والتعريف بالمشورات وطرق بنائها والأوراق المالية التي يتم تداولها وتصنيفاتها والأدوات المالية الحديثة ومخاطر استخدامها والأسواق التي تتداول من خلالها. بالإضافة للتعرف على كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها وخصائص سوق الأوراق المالية الكفوة والصيغ المختلفة للسوق الكفاء.

المبحث الأول: الأسواق المالية

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

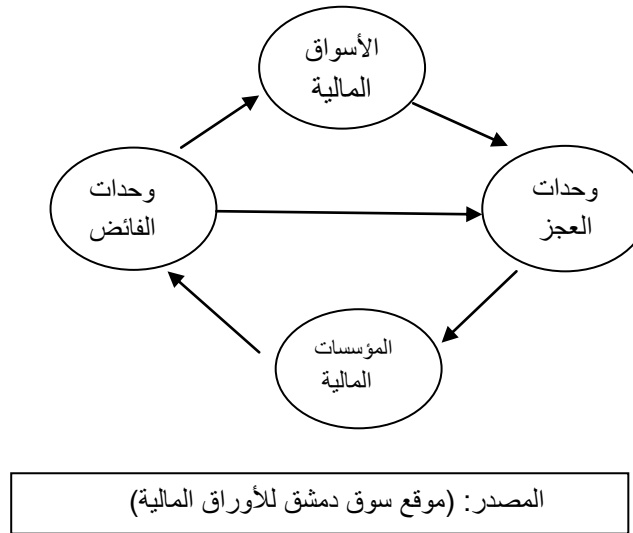
لا يختلف مفهوم الأسواق المالية عن المفهوم العام للسوق فهي مجال التقاء قوى العرض بالطلب بشكل مباشر أو من خلال وسائل الاتصال المختلفة.

يمكن تعريف السوق المالي بأنه "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة" (التميمي، وسلام، 2004، ص110).

وفي تعريف آخر بأنه "الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال" (نصيف، 1995، ص21).

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف السوق المالية كالاتي " بأنه مجال لانتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال قنوات اتصال فعالة بشكل مباشر أو من خلال وسطاء أو أي وسيلة اتصال أخرى.

الشكل (1-2) آلية انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز

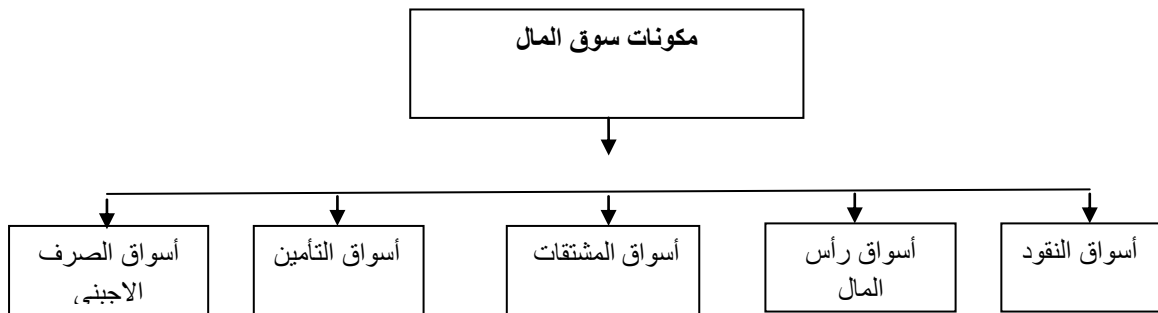


ثانياً: أنواع الأسواق المالية

يتم تقسيم الأسواق المالية من زوايا مختلفة ووفقاً لمعايير متعددة من الناحية النظرية أما عملياً فانك ستجد تداخلاً كبيراً ومن الصعب وجود حدود فاصلة، فمن الناحية النظرية يمكن تقسيم أسواق المال إلى أسواق فرعية طبقاً لثلاثة معايير: (عبد القادر، 2010، ص92).

1- التقسيم من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال والمشتقات وأسواق الصرف الأجنبي وأسواق التأمين والشكل التالي يوضح مكونات سوق المال طبقاً لهذا التقسيم.

الشكل (2-2) تقسيم الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة



المصدر: (عبد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010).

2- التقسيم من حيث الإصدار والتداول إلى سوق أولية وسوق ثانوية وسوق ثالثة وسوق رابعة.

3- التقسيم من حيث مكان التداول إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة.

أما عملياً نلاحظ من الصعوبة بمكان وجود مثل هذه الحدود الفاصلة ونجد تداخلاً كبيراً وعليه وطبقاً للمعايير الثلاثة السابقة مجتمعه ويمكن تقسيم الأسواق المالية إلى الأسواق الفرعية على النحو الآتي: (عبد القادر، 2010، ص 93)

1- أسواق الأوراق المالية

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل والتي يتجاوز تاريخ استحقاقها العام ومن أكثر الأدوات المتداولة شيوعاً في هذه السوق هي الأسهم العادية وسندات الشركات طويلة الأجل وتنقسم سوق رأس المال إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

أ- السوق الأولي **Primary market**: ويمكن تسميتها سوق الإصدار أيضاً فمن خلالها يتم الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة لأول مرة سواءً كان المصدر شركة تجارية أو كان المصدر هو الدولة نفسها من خلال إصدار سندات حكومية وتجري عملية الإصدار في إطار قواعد قانونية تعلن عنها الجهات المختصة للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار وهدفه وتسعيه وعادة تتم عملية الطرح الأولي من خلال مؤسسات متخصصة منها بنوك الاستثمار أو متعهد الإصدار ويتولى بنك الاستثمار مهمة طرح الأوراق المالية مقابل عمولة من الشركة المصدرة وقد يقوم بشراء الأوراق المالية بسعر أقل من سعر الإصدار ويعيد بيعها بسعر الإصدار، ويقدم بنك الاستثمار خدمات متعددة للجهات المصدرة تتمثل في تقديم النصح والمشورة للمنشأة والقيام أحياناً بدور الوكيل نيابة عن الشركة هذا بالإضافة إلى وظيفة الاكتتاب والتعهد ببيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة (عبد القادر، 2010).

ويتم التعامل مع الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية بالطرق التالية: (معروف، 2009، ص 61)

1- المزاد المفتوح **open Auction** حيث يتم دعوة المستثمرين لتقديم عطاءات بالكميات التي يرغبون شراءها وسعر الشراء ويتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار (الشواورة، 2007، ص 55).

2- قيام المصارف والمؤسسات الكبيرة بشراء الإصدارات الجديدة بسعر معين من الجهة المصدرة ومن ثم تقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى.

3- الاكتتاب العام حيث يقوم المستثمرون بشراء الإصدارات الجديدة بشكل مباشرة أو من خلال المؤسسات المتخصصة.

ويأخذ عادة الإصدار الجديد أحد الشكلين فهو إما أن يكون إصداراً دورياً بحيث تقوم شركة تتداول أسهمها في السوق بإصدار جديد للأسهم ويكون للمستثمرين فكرة مسبقة عن الشركة والسعر المناسب

لهم، وقد يكون الإصدار غير دوري لشركة جديدة لم يسبق التعامل بأسهمها من قبل (حنفي، 2003، ص42).

ب- **السوق الثانوي Secondary market**: من خلال هذا السوق يتم تداول الأوراق المالية المصدر في السوق الأولي حيث تنتقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري تبعاً للسعر السائد في السوق وتتم عملية البيع والشراء عبر السماسرة أو الوسطاء أو بشكل مباشر (حسين، 2008، ص19).

ويمكن تقسيم الأسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم إلى: (عبد القادر، 2010)

1- أسواق منظمة:

وهي تلك الأسواق التي تتميز بوجود هيئة رسمية ولها مكان محدد يتم فيه تداول الأوراق المالية وفق قواعد وشروط معينة يجب استيفاؤها والالتزام بها من قبل الشركات والمؤسسات المختلفة لكي يتم قيد أدواتها المالية والتداول بها.

2- أسواق غير منظمة:

من خلال هذا السوق يتم تداول الأوراق المالية التي لا تتعامل وفق قوانين وسياسات وتعليمات هيئات السوق المنظمة بحيث يتم التداول على أسهم شركات قد لا تريد الإفصاح عن معلومات مالية خاصة بها وغالباً ما تسمى هذه الأسواق بأسواق خارج المقصورة (Haugen, 1997, p30)، وتنقسم هذه السوق إلى نوعين من الأسواق وهما:

أ- **السوق الثالثة**: وهي السوق التي تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة حيث لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق وغالباً ما تكون عمولات التداول منخفضة (حسين، 2008، ص21).

ب- **السوق الرابعة**: وتتمثل في سوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة بحيث يتم التعامل مباشرة ما بين الشركات الكبرى وذلك باستبعاد السماسرة بهدف تخفيض نفقات الصفقات الكبيرة (حنفي، 2003، ص66).

وتنقسم أسواق رأس المال من حيث تنفيذ الصفقات إلى:

أ- **أسواق حاضرة (فورية)**: وهي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بحيث يتم تسليمها فور إتمام الصفقة.

ب- **أسواق العقود المستقبلية**: وهي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

2- أسواق النقد **money market**

يتم من خلالها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وغالباً ما يكون تاريخ الاستحقاق أقل من عام

ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق بيوت السمسرة والبنوك التجارية والبنك المركزي ومن أبرز أدواتها أدوات الخزنة والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع المصرفي، القبولات المصرفية والقروض المصرفية، وتتميز أسواق النقد عن غيرها من الأسواق باعتبارها سوق جملة يتم التعامل فيها بمعاملات كبيرة الحجم كما أنها تعتبر أسواق سائلة liquid market نظراً لسرعة تحول أدواتها إلى سيولة وهذا مما يساهم في تخفيف الكثير من المخاطر (معروف، 2009، ص 69).

وتنقسم سوق النقد بدورها إلى:

- السوق الأولي: من خلالها يتم الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة.
 - السوق الثانوي: يتم من خلاله تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل ويتم تحديد السعر وفقاً لقوى العرض والطلب ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين وهما:
 - 1- أسواق الخصم: وهو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهم الأوراق التجارية العادية الكمبيالات والسندات الإذنية، والقبولات المصرفية، وأدوات الخزنة.
 - ب- أسواق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح من أسبوع واحد إلى سنة كاملة (عبد القادر، 2010، ص 94).
- أهم الأوراق المالية المتداولة بأسواق النقد

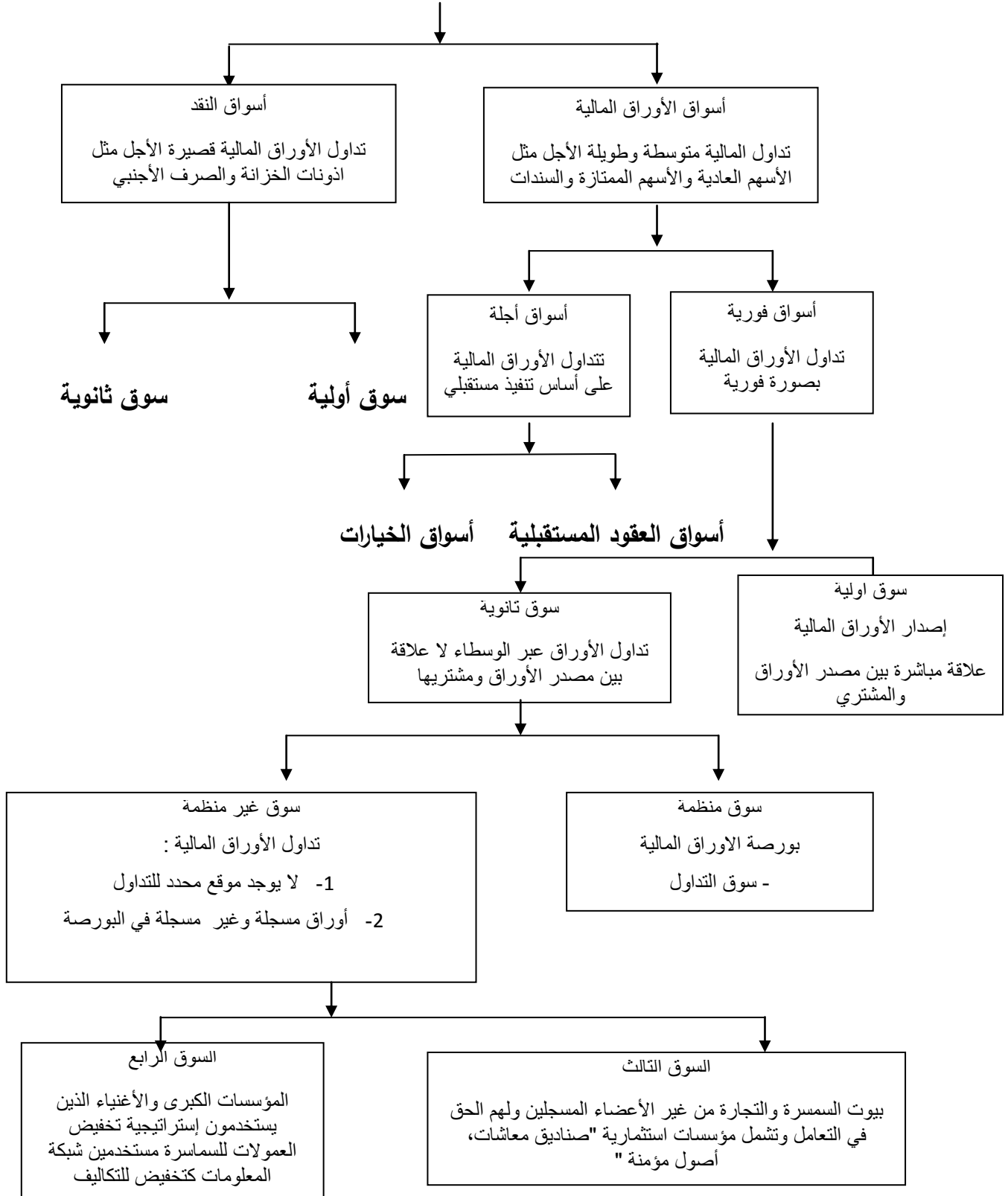
- أ- القبولات المصرفية: وهي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف العميل يتعهد بموجبه البنك بدفع مبلغ معين كان هدفها الأساسي تسهيل التجارة وهي قابلة للتداول وتباع بخصم وتتراوح فترة تسديدها غالباً بين 30-270 يوم.
- ب- أدوات الخزنة: تعتبر أدوات دين حكومية وعادة تصدر لحاملها وتقوم الخزينة المركزية بإصدارها وبيعها بخصم مع عدم دفع فوائد عليها وتتراوح تواريخ إستحقاقها بين ثلاثة أشهر وإثنا عشر شهراً (خريوش، أرشيد، جودة، 1998، ص 48).
- ج- الأوراق التجارية: عبارة عن ورقة مالية غير مضمونة تقوم بإصدارها الشركات المعروفة لمدة تتراوح بين خمسة أيام وتسعة أشهر مقابل عوائد معينة يتم دفعها عادة ما تكون منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة السائدة وعادة ما تحصل المنشأة المصدرة على إئتمان مفتوح من أحد المصارف يقوم المصرف بموجبه بدفع قيمة الورقة لحاملها في تاريخ الاستحقاق (هندي، 1993، ص 62).
- د- شهادات الإيداع القابلة للتداول: وهي وثائق تصدرها البنوك تؤكد إيداع مبلغ نقدي معين لمدة محدودة وفائدة محددة وتصدر الشهادة إما لحاملها أو بإسم مشتريها الأول ويمكن تداولها وتتراوح مدتها ما بين شهر إلى أربعة أشهر وأحياناً تمتد إلى أقل من اثنا عشر شهراً.

3- أسواق أخرى:

بالإضافة إلى سوق رأس المال وسوق النقد هناك أسواق أخرى وأهمها:

- أسواق الصرف الأجنبي: ومن خلالها يتم التجارة بالعملات من خلال صفقات آجلة وأخرى عاجلة.
- أسواق المشتقات: ومن خلالها يتم التعامل بالأوراق المالية المشتقة ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن أهم أسواق المشتقات: سوق الخيارات وسوق المستقبلات.
- أسواق التأمين: وهي تلك الأسواق التي يتم من خلالها إعادة توزيع الأخطار المالية المختلفة (عبد القادر، 2010).

الشكل رقم (2-3) أقسام سوق رأس المال



المصدر: (محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص45)

ثالثاً: العلاقة التبادلية بين السوق الأولي والثانوي

إن تأسيس شركات جديدة والإقبال على الاكتتاب في أسهمها يزيد من فرص دخول شركات جديدة إلى سوق التداول مما يساهم في زيادة ونشاط وسيولة سوق التداول، من ناحية أخرى فإن وجود سوق منظم للتداول وذات حجم تداول معقول وسهولة في القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى سيولة يساعد على زيادة كفاءة سوق الإصدار وإقبال المستثمرين على الاستثمار في أسهم الشركات الجديدة. إن ضعف سوق التداول لا يشجع المستثمرين على الاكتتاب في أسهم شركات جديدة مما قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف رأس المال ويؤثر سلباً على الاقتصاد، ومن هنا تظهر العلاقة التبادلية الواضحة بين كلاً من سوقي الإصدار والتداول.

رابعاً: متطلبات قيام الأسواق المالية:

من خلال الاطلاع على المتطلبات الضرورية لقيام الأسواق المالية يمكننا إجمالها في التالي:

- 1- وجود جهاز مصرفي قوي وبنك مركزي كفؤ، فوجود جهاز مصرفي قوي هو الأساس لتعبئة المدخرات وهو الدعامة الرئيسة لوجود سوق مالي.
- 2- ضرورة وجود الأنظمة والقوانين وهيئات متخصصة لفض المنازعات التجارية فوجود مثل هذه الأنظمة والقوانين ينظم عمل السوق بحيث تعرف الأطراف المختلفة ما لها وما عليها.
- 3- ضرورة توفر حد أدنى من الاستقرار السياسي فوجود الاستقرار السياسي من أهم عوامل جذب الاستثمار وتشخيصها.
- 4- توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات تسهل عمليات البيع والشراء وتمكن جميع الأطراف ذات العلاقة من الإطلاع على كل ما تحتاجه من بيانات ومعلومات.
- 5- إنشاء البورصات للأوراق المالية، حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أهم أدوات تعبئة المدخرات وجذب الإستثمارات كما أنها تسهل عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من طرف لآخر.
- 6- وجود عدد كاف من المؤسسات المالية تقوم هذه المؤسسات بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية ومن أهم تلك المؤسسات شركات الوساطة المالية وشركات التأمين وبنوك الاستثمار وشركات إدارة المخاطر.
- 7- ضرورة توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية بحيث تناسب رغبات جميع المستثمرين.
- 8- توفر الوعي الإستثماري لما لذلك من دور مهم في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار.
- 9- توافر بيئة استثمارية قادرة على جذب رؤوس الأموال الخاصة وعدم وجود حواجز تمنع نقل رأس المال والثروات.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية "البورصة"

أولاً: التعريف بسوق الأوراق المالية

يستمد سوق الأوراق المالية مفهومه من مفهوم الأسواق المالية بشكل عام وعليه يمكن تعريفه بأنه نظام يتم من خلاله الجمع بين البائعين والمشتريين لأنواع معينة من الأوراق والأصول المالية بحيث تلتقي الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد فائضة وترغب باستثمارها بالوحدات الاقتصادية ذات العجز عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال أو باستخدام وسائل الإتصال المختلفة.

ثانياً: التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

نشأة الأسواق المالية مرتبطة بتطور أسواق السلع والخدمات ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة (حسين، 2008، ص9)، وتشير كلمة البورصة إلى الاجتماع الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي vandebursen في منتصف القرن السادس عشر حيث كانت تتم عملية البيع والشراء وإبرام العقود والتعهدات ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة.

وأصل التسمية جاء عندما قدم الإيطاليون وشرعوا في بناء مستعمراتهم وإقامة القنصليات الإيطالية في مدينة بروج وأصبح المكان مرغوباً من قبل الإيطاليين وأصبح مهبط التجار ورجال الأعمال ولما كان المقر الدائم لقنصلية البندقية هو في سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة van der bourse والتي اشتهر عنها شغلها بأعمال الوساطة والسمسرة ومن هنا تم تسمية الميدان الذي يحيط بالقنصليات الإيطالية ويلتقي فيه التجار بإسم هذه العائلة. (رضوان، 1996، ص28)

حيث كان التعامل في الصكوك يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى مثل فرنسا وإنجلترا وأمريكا ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة سميت بالبورصات ففي فرنسا ظهرت أول بورصة عام 1724 وفي أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821 في شارع وول ستريت (حنفي، قرياقص، 2005، ص ص 25-26).

واستمر تطور البورصات العالمية ومن أشهرها بورصة نيويورك وبورصة لندن وبورصة طوكيو ومن أشهر البورصات العربية بورصة مصر، وسوق دبي، السوق السعودي، السوق الكويتي، وسوق عمان المالي.

ثالثاً: المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

يمكن القول بأن المخاطر هي انحراف العائدات عما هو متوقع لها نتيجة لعوامل متعددة منها ما يتعلق بالاقتصاد بشكل عام ومنها ما يتعلق بالمنشأة وعليه يمكن تصنيف المخاطر إلى نوعين هما:

أ- المخاطر العامة (المنتظمة): وهي المخاطر التي ترجع إلى عوامل تؤثر على حركة السوق ككل وبالتالي فإن التأثير يطال غالبية الأسهم المدرجة، ومن أمثلة تلك المخاطر الحروب، الكوارث، التضخم، وغالباً ما يصعب التقليل من هذه المخاطر.

ب- المخاطر الخاصة (غير المنتظمة): وهي المخاطر التي تتعلق بورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق المالية تؤثر على عوائدها وأسعارها ومن أمثلة تلك المخاطر إضراب العمال، ورفع أسعار عناصر الإنتاج، فرض ضريبة على قطاع معين، ويمكننا التقليل من المخاطر الخاصة من خلال اتباع سياسة التنويع (عبد القادر، 2010).

رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

1- تعريف المؤشر: يعتبر مؤشر سوق الأوراق المالية مرجعية معلوماتية مهمة فهو يعكس حالة السوق بشكل عام والذي بدوره يعكس الحالة العامة للاقتصاد، ويقاس المؤشر مستوى الأسعار في السوق بصفة عامة أو يقاس حالة قطاع معين في السوق من خلال أخذ عينة ممثلة من الأسهم المدرجة تعكس حالة السوق سواء كانت منظمة أو غير منظمة، ونشير إلى ضرورة ملائمة العينة من حيث الحجم و الاتساع والمصدر (حسين، 2007).

2- أهمية المؤشرات

أ- يعتبر مؤشر سوق الأوراق المالية مرآة تعكس الحالة الاقتصادية العامة وتساعد المعنيين بالتعرف على الأداء الاقتصادي والتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية.

ب- تقييم للقرارات الاستثمارية التي يتخذها العاملون بالسوق من خلال مقارنة العائد الذي يعكسه مؤشر السوق بالعائد الذي يحققه المستثمر سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً.

ت- المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال ما يعكسه المؤشر من اتجاه للسوق سواء صعوداً أو هبوطاً.

3- مراحل بناء المؤشرات

أ- اختيار عينة من الأوراق المالية تكون ملائمة من حيث الحجم والاتساع والمصدر فكلما كان عدد الأوراق التي يشملها المؤشر كبيراً كلما كان أكثر صدقاً وتمثيلاً كذلك كلما غطت العينة عدداً أكبر من القطاعات داخل السوق كلما كانت أكثر تمثيلاً وواقعية، بالإضافة إلى ضرورة الحصول على الأسعار والبيانات المطلوبة من مصدرها الأصلي.

ب- **تحديد الأوزان النسبية** ويقصد بتحديد الوزن النسبي هو معرفة الوزن النسبي لكل سهم ضمن مجموعة الأسهم التي تمثل عينة المؤشر.

هذا ويحتسب مؤشر القدس رياضياً على أساس حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم الداخلة في عينة المؤشر في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة كنسبة مئوية، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية. (www.pex.ps)

خامساً: تعريف الأوراق المالية

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم الورقة المالية وإن لم يكن هناك إختلافات جوهرية بين تلك التعريفات.

"الورقة المالية تمثل حقاً قانونياً لحاملها (أو المسماة له) في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار" (الداغر، 2007، ص85).

ويمكن تعريف الأوراق المالية بأنها "الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها، وتعتبر صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معا" (خضر، 2004، ص4).

وعليه فإن الأطراف ذات العلاقة بالورقة المالية:

- المستثمرون والذين يملكون الحق في استرداد أموالهم عند الاستحقاق أو عند الرغبة من خلال سوق التداول.

- جهة الإصدار أو مانحة الحق والتي تحصل على الموارد المالية لتمويل أنشطتها وبالتالي فهي صاحبة الالتزام القانوني تجاه المستثمرين.

سادساً: أهم أنواع الأوراق المالية

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية ونقلها هنا الضوء على أبرز تلك الأوراق.

1- الأسهم Stocks

يمكن تعريف السهم بأنه " عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة" (عبد القادر، 2010، ص147).

لقد دعت الضرورة لإنشاء الشركات المساهمة نظراً لوجود مشروعات كبيرة قد تفوق قدرات شخص أو مجموعة من الأشخاص برأسمال مقسم إلى أجزاء متساوية تسمى أسهماً.

وتعطي الأسهم لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها والحق في الحصول

على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتهما والحق في الاصدارات الجديدة وحق الترشح لمجلس الإدارة إذا امتلك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم ومن حضور اجتماع الهيئة العامة المساهمة وحقه في نقل ملكية الأسهم سواء بالبيع أو الإهداء أو التوريث.

وبشكل عام يوجد للسهم ثلاث قيم وهي:

أ- القيمة الاسمية: وهي التي تدون في قسيمة السهم وينص عليها عقد التأسيس وتسجل في دفاتر الشركة.

ب- القيمة الدفترية (التصفوية): تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال الصيغة التالية:
القيمة الدفترية = (قيمة الموجودات - قيمة المطلوبات) / عدد الأسهم العادية (معروف، 2003، ص 95).

ج- القيمة السوقية: هي قيمة السهم في السوق والتي تتحدد بناءً على قوى العرض والطلب.

ووفقاً ل (الأسرج، 2002) يمكن تقسيم الأسهم من حيث تداولها إلى:

أ- أسهم اسمية بحيث يتم تقييد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة وعند تداول الأسهم يتم نقل الملكية وتسجيلها باسم المساهمين الجدد.

ب- أسهم لحاملها ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه وتنتقل الملكية بمجرد المناولة.

ويمكن تصنيف الأسهم من حيث حقها في توزيع الأرباح وخصائص التصفية إلى:

أ- الأسهم العادية:

السهم العادي هو "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (وهي قيمة الوجه par valus) تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (primary markets) ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة". (معروف، 2003، ص 92)
وعليه فإن مسؤولية حامل السهم محدودة بمقدار حصته في رأس المال وعند تصفية الشركة يحصل حامل السهم على نصيبه مما تبقى من التصفية بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين، كما يحق لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخابات أعضاء مجلس الإدارة والمشاركة في رسم سياسة الشركة.

ومن أهم المظاهر المتعلقة بالأسهم العادية عمليات تجزئة السهم، أسهم الخزينة، الأسهم المجانية.
- تجزئة السهم: وذلك بتقسيم السهم الواحد إلى أكثر من سهم وذلك للتأثير على سعر السهم وجعله ضمن متناول تداول المستثمرين الصغار.

- أسهم الخزينة: فعندما تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة يطلق على هذه الأسهم بأسهم الخزينة وتلجأ الشركة لهذا الأسلوب لدعم القيمة السوقية للسهم وخصوصاً وقت الأزمات وانخفاض

الاسهم عن القيمة الدفترية أو لتجنب الاستيلاء على الشركة من قبل المنافسين (حماد، 2005، ص 25-26).

- **أسهم المنحة أو الأسهم المجانية:** حيث تقوم الشركة برسمة جزء من أرباحها وتحويلها إلى أسهم عادية توزع على المساهمين وذلك بهدف الاستفادة من النقدية المتاحة لأغراض تمويل النمو.

ب- الأسهم الممتازة Preferred Stocks

وهي أداء ملكية تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين على الاكتتاب من خلال منح حق الملكية لحاملها مشابهاً للأسهم العادية إلا أنها تختلف في أن لها الأولوية في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية كما أن حامل السهم له الحق في الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية كما أنها تختلف بأن لها فترة محددة للاحتفاظ بها ولا يحق لأصحابها المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة. (حسين، 2008، ص 100).

ج- حكم تداول الأسهم العادية

يختلف حكم الأسهم بحسب نوع نشاط الشركة المصدرة للأسهم: (موقع الدكتور يوسف الشبيلي www.shubily.com)

- أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة وهذه الاسهم لا يجوز إنشاؤها أو المساهمة فيها
- أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وتقع كل عملياتها في دائرة المباح فهذا النوع لا خلاف في جوازه والاكتتاب به وبيعه وشرائه

- أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة ويقصد بها الشركات التي لا يغلب على استثماراتها أنها في أمور محرمة حيث تنتج سلعاً وخدمات مشروعة ولكن وجودها في بيئة رأسمالية قد يؤدي إلى تمويل عملياتها عن طريق الاقتراض الربوي فلقد اختلف العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في هذه الشركات ما بين مبيح وفق شروط معينة وما بين مانع ولكلٍ منه أدلته التي استند إليها.

2- السندات Bonds

ويمكن تعريف السندات بأنها "عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، يُقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين.

والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه، وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها" (الأسرج، 2002). كما يمكن تحويل السندات إلى أسهم عادية وبسعر تحويل محدد وخلال مدة محددة باتفاقية السند هذا وتحصل جهات الإصدار على الأموال من خلال طرح السندات للاكتتاب مباشرة أو من خلال مؤسسة مالية أو من خلال البورصة.

ويمكن القول بأن السندات تتمتع بالخصائص التالية:

- تحقق لحاملها معدل فائدة دوري سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- تعتبر أداة مديونية.
- للسند تاريخ استحقاق.
- كلما انخفضت أسعار الفائدة وزادت فترات التسديد فإن السندات تحمل مخاطر أكبر.
- ليس لحاملها الحق في التدخل بقرارات المدين إلا في حالات تعذر الدفع أو الإفلاس للمطالبة بحقوقه.
- السند قابل للتداول في السوق الثانوي مما يجعله أداة ادخار واستثمار.

بعض السندات يتسم بالخصائص التالية:

- أ- قابلية الاستدعاء أو التسديد الجزئي بمعنى قيام الجهة المصدرة للسند باستعادة هذه السندات وإطفائها أو تسديد جزء من قيم السندات سنوياً وفق شروط متفق عليها.
- ب- قابلية التحويل لأسهم عادية بحيث يستفيد حامل السند من فروقات العوائد والامتيازات التي قد يحصلوا عليها من عملية التحويل وتساعد الجهة المصدرة على تقليل مدفوعات الفوائد المستحقة.

ويمكن تصنيف السندات حسب جهة إصدارها إلى:

- أ- **السندات الحكومية:** هي سندات تصدرها الحكومات في مختلف البلدان لتغطية احتياجاتها من الإنفاق العام أو للتأثير على عرض النقد وغالباً ما توصف هذه السندات بالاستثمار الآمن نظراً لقدرة الدولة على سدادها وهي ذات قابلية تسويقية عالية وهناك من السندات الحكومية ما يصدر مقابل ضمانات مادية أو ما يعرف بالرهون والتي غالباً ما تكون عبارة عن عقارات.
- ب- **سندات الشركات:** وهي السندات التي تصدرها شركات القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور وذلك وفق فائدة معينة وغالباً ما يكون هناك نوع من الرقابة والقيود من قبل الجهات المختصة على إصدارها وتعتبر سندات الشركات أكثر خطورة مقارنة بالسندات الحكومية (حسين، 2008، ص ص 101-102).

وعلى الرغم من تمتع السندات بميزة الاستمرارية في الحصول على قيمة سعر الفائدة بالإضافة إلى ضمان استرداد أصل المبلغ إلا أنها معرضة لمخاطر كثيرة منها مخاطر التضخم ومخاطر تبدل أسعار الفائدة ومخاطر النكول.

ووفقاً ل(سمور، ص 63، 2007) فإنه بعد عرض آراء الفقهاء المعاصرين في حكم إصدار وتداول السندات ما بين محرم لها مطلقاً، ولجميع أنواعها، ومبيح لها بشروط، ومجيز لأنواعها المختلفة، فإنه يرجح الرأي القاضي بأن جميع أنواع السندات التي مر ذكرها محرمة شرعاً ما دامت تصدر بفائدة ثابتة ومحددة، وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها سواء كانت الجهة المصدرة لها شركة أم حكومة

باستثناء سندات المقارضة الإسلامية، والتي قدمها مفكروا الإسلام المعاصرين بديلاً لأدوات التمويل الربوي".

3- حصص التأسيس:

صكوك تصدرها الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات وذلك مقابل ما قدموه من خدمات في مرحلة التأسيس أو مقابل التنازل عن حق معنوي (مثل حق الإختراع) ولها قابلية التداول ويمنح صاحبها نصيب من الأرباح تحدده الشركة وغالباً ما يتم وضع قيود على إصدارها (الأسرج، 2002).
 "إن إنشاء حصص التأسيس إصداراً وتداولاً في صورتها الحالية، تتنافى مع قواعد ومقاصد الشريعة الإسلامية، هي باطلة شرعاً لعدم توافر شروط صحة البيع من ناحية ومن ناحية لانعدام المساواة بينهم وبين أصحاب رأس المال، واستحقاقهم جزءاً من الربح لا يقابله سهم في رأس المال". (سمور، ص71، 2007)

المبحث الثالث: الأدوات المالية الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات المالية)

أولاً: تعريف المشتقات

ازداد حجم التعامل بالمشتقات المالية وقد بلغ في نهاية عام 2007 نحو 600 تريليون دولار، وهذا التزايد الكبير للتعامل بالمشتقات المالية في العقدین الأخيرین كان نتاجاً للتنافس المحموم بين المؤسسات المالية لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق واستخدام عوامل الإغراء للمستثمرين للإقبال عليها (عبد القادر، 2010، ص 237).

والمشتقات "عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينة محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب... الخ) بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول" (الأسرج، 2002م).

ويمكن تعريف المشتقات المالية بأنها "عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع..... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية" (عبد القادر، 2010، ص 238).

وعليه يمكن القول بأن المشتقات عبارة عن عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي وتتوقف المكاسب أو المخاسر للأطراف على قيمة الأصل المالي محل التعاقد ويتم بموجب عقود المشتقات تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.

ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب التالية: تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد كمية التعاقد، تحديد وقت سريان العقد، تحديد محل التعاقد والذي قد يكون ورقة مالية أو نقد أجنبي أو سعر فائدة (الداغر، 2007، ص 125).

ثانياً: أهمية المشتقات

- يمكن إرجاع أهمية الأدوات المالية المشتقة من خلال ما تحققه من مزايا أهمها هي:
- 1- الحد والتحوط من مخاطر التغيرات المستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقلها إلى طرف آخر (مشتري العقد) فعلى فرض شركة تستورد مواد خام وتريد التعاقد على منتجاتها مع عملائها فإنها تلجأ إلى العقود المستقبلية للتغطية ضد مخاطر ارتفاع أسعار المواد الخام.
 - 2- زيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية وتنشيط التداول على الأصول محل التعاقد بالإضافة إلى تنشيط بورصة الأصل المتعاقد عليه مع ما يترتب على ذلك من زيادة في العوائد والرسوم.
 - 3- تنويع المحافظ الاستثمارية وما تحويه من أدوات مالية (الأسرج، 2002).
 - 4- المساعدة في استكشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة.
 - 5- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها (نصار، 2006).

ثالثاً: مخاطر استخدام المشتقات

- 1- مخاطر السوق وتتمثل في الخسارة التي قد تحدث نتيجة التغيرات في قيمة المشتقات.
- 2- مخاطر الائتمان نتيجة عدم قدرة أحد الأطراف على تسديد الالتزام المالي الموجود في العقد.
- 3- مخاطر قانونية نتيجة عدم قانونية بعض عقود المشتقات.
- 4- مخاطر التشغيل وتعلق بضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية.

رابعاً: أدوات المشتقات المالية

1- عقود الخيارات option contract

يمكن تعريف عقود الخيار بأنها اتفاق بين طرفين (البائع والمشتري) يمنح الحق لصاحب العقد في حال رغبته شراء أو بيع ورقة مالية أو سلعة أو أي أصل آخر بسعر محدد في أو قبل تاريخ انتهاء العقد (Rose, 1989, p324).

ويمكن تصنيف عقود الخيار إلى:

- أ- عقود شراء حق الخيار: بحيث يكون لطرف ما الحق في شراء أصل معين بسعر محدد خلال فترة محددة على أن يكون له كامل الحرية في ممارسة هذا الحق من عدمه.

ب- عقود بيع حق الخيار: يكون للمشتري حق بيع ولكن ليس إلزامياً كمية محددة من أصول محددة وذلك بسعر وتوقيت متفق عليه.

أما فيما يخص موعد التنفيذ للعقد المبرم فيأخذ شكلين:

أ- عقود الخيار الأمريكية: ويسمح فيها للمشتري بأن يمارس حقه في الاختيار من خلال التنفيذ في أي وقت خلال المدة المحصورة بين الإتفاق ونهاية صلاحية العقد.

ب- عقود الخيار الأوربي: يكون للمشتري العقد الحق في تنفيذ العقد في التاريخ المحدد لانتهاء العقد، وتحقق عقود الخيارات ميزتين رئيسيتين هما تحقيق العوائد الناتجة عن تقلب الأسعار والتحوط من تقلبات السوق.

2- العقود الآجلة forward contract

يمكن تعريف العقود الآجلة بأنها " اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق" (الداغر، 2007، ص 133).

و"تعتبر العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة". (الأسرج، 2002).

3- العقود المستقبلية futures contract

يمكن تعريفها بأنها " عقود تعطى الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كلاً من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته" (عبد القادر، 2010، ص 253).

تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في كونها يمكن تداولها في البورصة وبالتالي فإن مخاطر السيولة لها أقل كما أن بنود العقود المستقبلية نمطية لا يتدخل بها أطراف التعاقد أما في حال العقود الآجلة فإن بنود العقد تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين.

5- عقود المبادلات swap contracts

"عبارة عن التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين في السوق الآتية spot market مقابل تدفق أصل آخر في الوقت نفسه في السوق الآجلة forward market

وذلك بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد" (العيساوي، 2012، ص 177).

ورغم تنوع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول إلا أنها غالباً ما تتركز في أدوات دين كمبادلة العملات أو مبادلة أسعار الفائدة أو مبادلة عوائد الأسهم.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة فإن أحد الأطراف يدفع فائدة متغيرة بينما يقوم الطرف الآخر بدفع فائدة ثابتة، أما في عقود مبادلة عوائد الأسهم فيدفع أحد الأطراف للأخر معدل العائد لسهم معين في مقابل أن يدفع الطرف الآخر معدل العائد لسهم آخر.

خامساً: أسواق عقود المشتقات

يتم تداول عقود المشتقات من خلال سوقين وهما:

- أ- **السوق المنظمة:** أهم ما يميز هذه السوق هو توفير شروط التعامل في عقود المشتقات قيود التعاقد نمطية، إضافية إلى ذلك توجد غرفة مقاصة لتسوية العقود ويقوم طرفي التعاقد بإيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لتغطية المخاطر.
- ب- **السوق غير المنظمة:** العمليات في هذه السوق ليست نمطية حيث تتم وفق ترتيب الطرفين المعنيين، كما لا يوجد غرفة مقاصة، ولا يوجد هامش ضمان (محمود، سميرة، 2009، ص 4).

المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

تنتم أسواق الأوراق المالية بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية والواقعية للسهم ويحتاج ذلك توفر المعلومات والبيانات لكل الأطراف ذات العلاقة حتى يتسنى للجميع اتخاذ قراره الاستثماري على ضوء ما هو متاح من معلومات.

وعلى الرغم من تعدد التعريفات لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أن مضمونها يكاد يكون واحداً ولقد عرف (التميمي، 2012، ص 38) كفاءة السوق بأنها "تعني الإنعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز".

وهي "تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية" (عبد القادر، 2010، ص 101).

وخلاصة الأمر فالكفاءة تحتاج توفر البيانات والمعلومات بأقصى سرعة للجميع وبأقل تكلفة بما يسمح للجميع بإتخاذ القرار الاستثماري الذي يناسبه والذي ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية.

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

تتميز السوق الكفوة بمجموعة من الخصائص أهمها : (حسين، 2008)

1- الإفصاح: وذلك من خلال الإعلان عن كافة البيانات والمعلومات التي تتعلق بالشركات المدرجة في السوق والتي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين.

2- الشفافية: وذلك من خلال قدرة المتعاملين الحصول على كافة المعلومات والبيانات التي تتعلق بأحجام الطلبات والعروضات وحجم التداولات وفئات المستثمرين التي تتداول في السوق وتعاملات أعضاء مجلس الإدارة وسلوك المحافظ الاستثمارية، كذلك قدرة المستثمرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تتعلق بالشركات المدرجة وأهم الأحداث الجوهرية لديها.

3- كفاءة التسعير: وذلك بأن تعكس أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق أسعارها الحقيقية والعادلة من خلال البيانات والمعلومات المتوفرة.

4- توفر السيولة: وذلك من خلال قدرة المستثمرين على التصرف بالأوراق المالية التي يمتلكونها بسهولة وسرعة.

5- انخفاض تكلفة المعاملات: ويشمل ذلك انخفاض تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية.

6- وجود عدد كبير من المستثمرين: بحيث لا يسهل للبعض التحكم في أسعار الأسهم.

7- اتساع السوق: بمعنى وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين مستعدين للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية في حال حدوث اختلال بين الطلب والعرض.

ثالثاً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

وقال (صالح، فريدة، 2009، ص 183) يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

1- الكفاءة الكاملة: ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف (حنفي، 2003، ص 181).

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

ب- حرية المعاملات من أي قيود.

ج- تواجد عدد كبير من المستثمرين.

د- رشادة المستثمرين (آل شبيب، 2012، ص76).

2- **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضى بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم مما يعنى أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل (عبد القادر، 2010، ص 105).

رابعاً: مستويات الكفاءة

يتم التمييز بين ثلاثة أشكال لدرجة كفاءة السوق تتدرج تبعاً لمدى تأثير المعلومات على أسعار الأسهم:

- 1- الصيغة ضعيفة الكفاءة: وفقاً لهذه الصيغة فإنه لا يمكن التنبؤ بعوائد الاستثمار بناءً على معلومات تاريخية سابقة عن أسعار الأسهم وعليه فإن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي دون وجود ارتباط بين الأسعار المستقبلية للورقة المالية والأسعار التاريخية لها (علوان، 2009، ص164).
- 2- الصيغة متوسطة الكفاءة: وفقاً لهذه الصيغة فإن المعلومات العامة تنعكس في أسعار الأسهم ولكن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة والتامة.
- 3- الصيغة قوية الكفاءة: وفقاً لهذه الصيغة فإن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بصفة كاملة كل المعلومات أياً كان نوعها عامة أو خاصة وبالتالي لا يمكن لأي من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية.

ملخص الفصل الثاني

تستمد الأسواق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام ويمكن تقسيمها وفقاً لمعايير مختلفة من الصعوبة بمكان وجود حدود فاصلة بينها ونجد بينها تداخلاً كبيراً بالإضافة إلى وجود علاقة تبادلية واضحة بين كلاً من سوقي الإصدار والتداول كما أن هناك متطلبات ضرورية لقيام الأسواق المالية تتمثل بوجود جهاز مصرفي قوي ووجود الأنظمة والقوانين وإنشاء بورصات الأوراق المالية وتوفير الاستقرار السياسي وتنوع الأوراق المالية ووجود عدد كافي من المؤسسات المالية.

تُمثل سوق الأوراق المالية موقعاً لبيع وشراء الأوراق المالية وربط وحدات العجز بوحدة الفائض والورقة المالية تمثل حقاً قانونياً لحاملها أو المسماة له في أصل رأسمالي نقدي أو عيني تجاه جهة الإصدار ومن أهم الأوراق المالية التي يتم تداولها هي الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، حصص التأسيس، السندات، كما يمكن تداول المشتقات وتعتبر المشتقات من الأوراق المالية الحديثة وهي عبارة عن عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي وتتوقف المكاسب أو المخاسر للأطراف على قيمة الأصل المالي محل التعاقد، ومن أهم أدوات المشتقات: عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة.

وتتسم أسواق الأوراق المالية بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية والواقعية للسهم ومن أبرز خصائص السوق الكفاء: الإفصاح، الشفافية، كفاءة التسعير، توفر السيولة، وجود عدد كبير من المستثمرين، انخفاض تكلفة المعاملات.

من خلال هذا الفصل تبين للباحث أن هناك العديد من أنواع الأوراق المالية والتي يمكن أن تلجأ لها الشركات والمنشآت لتمويل أنشطتها ومن ثم زيادة الاستثمار وما يترتب عليه من آثار إيجابية على عملية التنمية وهذا يتفق مع رؤية الباحث بأن على الشركات الفلسطينية الاستعانة بمصادر تمويل متنوعة بخلاف إصدار الأسهم والاقتراض وهذا بدوره سيزيد من نشاط السوق وسيولته ويشجع على جذب فئات جديدة للسوق.

الفصل الثالث

النمية الاقتصادية ومصادر تمويلها وعلاقتها بأسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم تتعلق بالتنمية الاقتصادية

أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية

ثانياً: القيم الجوهرية والأهداف الرئيسية للتنمية

ثالثاً: متطلبات التنمية الاقتصادية

رابعاً: مستويات التنمية ومجالاتها

المبحث الثاني: تمويل التنمية الاقتصادية

أولاً: أهمية التمويل لتحقيق التنمية

ثانياً: مصادر تمويل التنمية

1- مصادر محلية

2- مصادر خارجية

المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

أولاً: أهم مدارس القطاع التمويلي ودوره في التنمية

ثانياً: الآراء الاقتصادية حول علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية

ثالثاً: دور سوق الأوراق المالية في توفير التمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية

المبحث الرابع: التنمية الاقتصادية في فلسطين

أولاً: تقييم موجز للتجربة التنموية الفلسطينية ونتائجها

ثانياً: النفقات والإيرادات ومصادر التمويل للسلطة الفلسطينية للفترة (1997-2011)

ثالثاً: إجمالي التكوين الرأسمالي في الأراضي الفلسطينية للفترة (1997-2011)

ملخص الفصل الثالث

مقدمة:

قديمًا كان ينظر للتنمية الاقتصادية على أنها ظاهرة اقتصادية يتحقق من خلالها زيادة سريعة في إجمالي الناتج القومي ونصيب الفرد منه واحتلت مشكلات الفقر والبطالة وسوء توزيع الدخل أهمية ثانوية، إلا أن النظرة تغيرت حديثاً وأصبح ينظر للتنمية على أنها مفهوم لا يقتصر على الجانب الاقتصادي فقط وإنما يشمل جوانب أخرى اجتماعية وثقافية وبيئية وسياسية.

ويعتبر التمويل عاملاً أساسياً لتحقيق التنمية الاقتصادية حيث يؤدي ضعف التكوين الرأسمالي لانخفاض الدخل وبالتالي حجم الادخار ويمثل ذلك عقبة تواجهها الدولة النامية، وعلى الرغم من تراجع أهمية التكوين الرأسمالي لدى بعض الاقتصاديين الذين يركزون على عناصر الإنتاجية وكفاءة مدخلات الإنتاج وتحسين سبل الإنتاج إلا أنهم جميعاً إتفقوا على أهمية التكوين الرأسمالي وإن كان الخلاف يدور حول درجة أهمية هذا الدور.

ويحاول الباحث من خلال هذا الفصل إلقاء الضوء على مفهوم التنمية الاقتصادية وتطور هذا المفهوم مع التركيز على التنمية الاقتصادية ومتطلباتها والأهداف الأساسية لها وأهم المصادر لتمويلها سواءً الداخلية منها أو الخارجية مع التركيز على دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية مع الإشارة للاقتصاد الفلسطيني وتجربته التنموية وأهم مؤشرات.

المبحث الأول: التنمية الاقتصادية

أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية (Economic Development)

التعريفات التقليدية للتنمية الاقتصادية:

في خمسينات وستينات القرن الماضي كانت أغلب التعريفات تتمحور حول قدرة الاقتصاد على تحقيق زيادة سريعة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أو الناتج القومي الإجمالي، وكان ينظر للتنمية على أنها ظاهرة اقتصادية تتحقق من خلالها زيادة سريعة في إجمالي الناتج القومي ونصيب الفرد منه واحتلت مشكلات الفقر والبطالة و توزيع الدخل أهمية ثانوية .

ومن الواضح أن هذه الرؤية شابها كثير من القصور فبعض الدول حققت زيادات كبيرة في دخلها القومي نتيجة أسباب طارئة ولم يكن وليد تنمية اقتصادية حقيقية، كما أن هذه التعريفات أهملت الجوانب الاجتماعية والثقافية والبيئية ومن هنا كان لابد من التمييز بين مفهومي النمو الاقتصادي والذي يعني حدوث زيادة في الناتج القومي الحقيقي أو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وبين مفهوم التنمية الاقتصادية الذي يشمل جوانب عديدة ويتضمن تغيرات هيكلية في المجتمع بأبعاده المختلفة ولا يقتصر على الزيادة في الناتج الإجمالي.

الرؤية الحديثة للتنمية الاقتصادية

نتيجة للمفهوم الضيق للتنمية والقصور الكبير الذي شابه تم إعادة النظر في مفهوم التنمية الاقتصادية فأصبح ينظر للتنمية الاقتصادية كمفهوم لا يقتصر على الجانب الاقتصادي فقط وإنما يشمل جوانب أخرى ثقافية واجتماعية وبيئية وهو ما عرف بالمفهوم الشامل للتنمية.

و"عليه فإن التنمية الاقتصادية هي عملية مقصودة ومخططة تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع بأبعاده المختلفة لتوفير الحياة الكريمة لأفراد المجتمع ولهذا فإن التنمية أشمل وأعم من النمو إذ أنها تعني النمو زائداً التغيير وأن التنمية ليست فقط ظاهرة اقتصادية بل هي تتضمن أيضاً محتوى إجتماعي أيضاً" (القرشي، 2007، ص125).

وعرفها البعض بأنها "العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على مدار الزمن، وتحدث من خلال تغيرات في كل من هيكل الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء" (عجمية، ناصف، نجا، 2006، ص77).

قدم الاقتصادي الهندي أماراتيا سن a.sen تعريفاً موسعاً للتنمية حيث اعتبرها عملية توسيع حريات البشر الحقيقية لخدمة رفاهيتهم وحقوقهم السياسية والاجتماعية (nafziger, 2005).

ولقد ظهرت عدة تطورات تتعلق بمفهوم التنمية فقد ظهر مفهوم التنمية البشرية والتي تعني وفقاً لتعريف الأمم المتحدة بأنها (عملية توسيع الخيارات المتاحة للناس) وتشمل الحصول على المعارف والمواد الضرورية لحياة صحية.

وظهر مفهوم التنمية المستدامة والتي تعرف بأنها التي تسعى لاستغلال الموارد الطبيعية بشكل أمثل ودون إلحاق الضرر بالأجيال القادمة وهي تتميز بأنها متجددة وقابلة للاستمرار ولا تتعارض مع البيئة، وقد تم دمج مفهوم التنمية البشرية والتنمية المستدامة ليظهر مفهوم جديد وهو التنمية البشرية المستدامة.

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف التنمية الاقتصادية بأنها عملية إرادية مخطط لها وديناميكية متتابعة تشمل تغيرات في جوانب الحياة المختلفة تؤدي إلى رفع مستوى الحياة البشرية وتلبية الحاجات الأساسية والضرورية للناس بما يسمح لهم العيش بحرية وكرامة.

ويمكن تعريف التنمية الاقتصادية من وجهة النظر الإسلامية بأنها هي: (مجموع الأحكام والقواعد والوسائل الشرعية المتبعة لعمارة الأرض إشباعاً لحاجات المجتمع الانساني الدنيوية والأخروية وتحقيقاً لعبادة الله تعالى). (عريان، ص14، 2008)

ثانياً: القيم الجوهرية والأهداف الأساسية للتنمية

1- القيم الجوهرية للتنمية

- 1- توفير الحاجات الأساسية للإنسانية من مأكّل وملبس وعلاج وتعليم وأمن .. الخ.
- 2- تحقيق الذات والإحساس بالكرامة فقيمة المجتمع وكرامته أصبحت تقاس بمدى تقدمه الاقتصادي.
- 3- توفير الحرية والقدرة على الاختيار بما يسمح للفرد والمجتمع التحرر من عبودية الجهل والفقير (todaro, smith, 2011, p20).

ب- الأهداف الأساسية للتنمية

رغم إختلاف الأهداف من دولة إلى أخرى إلا أن هناك أهدافاً أساسية ومشاركة وهي:

- 1- زيادة إنتاج السلع والخدمات التي تلبى الحاجات الأساسية لحياة الناس.
- 2- تحسين مستوى ونوعية الحياة البشرية كتعليم أفضل وخدمة صحية أكبر وبيئة نظيفة ... الخ.
- 3- توسيع الخيارات المتاحة للفرد والمجتمع بما يسمح له الاعتماد على ذاته وتحرره من الاستغلال والتبعية (todaro, smith, 2011, p22).

ثالثاً: متطلبات التنمية الاقتصادية

تحتاج عملية التنمية الاقتصادية تغييرات هيكلية في مجالات منها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ويمكننا عرض أهمها:

1- الموارد البشرية

يعتبر توفر العنصر البشري أهم مستلزمات عملية التنمية فالإنسان هو وسيلة التنمية وغايتها وعليه من الضروري توفير العنصر البشري المؤهل والمدرب واستغلاله الاستغلال الأمثل وعلى الرغم من توفر رأس المال لدى كثير من الدول إلا أن ندرة العنصر البشري المؤهل والمدرب لديها يشكل أهم عقبة في طريق تحقيق التنمية ما يضطرها للاستعانة بالخبرات الخارجية مع ما يتبع ذلك من استنزاف كثيراً من أموالها.

2- التراكم الرأسمالي

يعتبر التراكم الرأسمالي من أهم عناصر تحقيق التنمية الاقتصادية ولتحقيق التراكم الرأسمالي لابد من توفر وزيادة المدخرات الحقيقية وتوجيهها نحو الاستثمار بدلاً من توجيهها نحو الاستهلاك.

ووفقاً لما ذكره فايز الحبيب في كتابه نظريات التنمية والنمو الاقتصادي فإن زيادة مخزون المجتمع من رأس المال بشقيه (المادي المتمثل في مخزون الآلات والمعدات والمواد المستخدمة في الإنتاج والبشري المتمثل في القوى العاملة المدربة) يعني قدرة المجتمع على زيادة التراكم الرأسمالي (حمدان، 2012، ص13).

3- الموارد الطبيعية

وفقاً للأمم المتحدة فإن الموارد الطبيعية هي أي شيء يجده الإنسان في بيئته الطبيعية ويتمكن من الانتفاع بها.

وإن اختلف الاقتصاديون على درجة أهمية الموارد الطبيعية في تحقيق التنمية فإنه يمكن القول بأهميتها للتنمية إذا ما تم استغلالها بالشكل المناسب وتوفرها يساهم في زيادة تحقيق التنمية وإن كان لا يمكن اعتباره قيداً يمنع تحقيقها ومثال ذلك اليابان (القرشي، 2007، ص139-141).

4- التقدم التكنولوجي

يلعب التقدم التكنولوجي دوراً هاماً في رفع الكفاءة الإنتاجية وتحقيق التنمية من خلال زيادة كمية الإنتاج بأقل قدر ممكن من المدخلات. وعلى الدول التي تسعى لتحقيق التنمية أن تسعى وبشكل دائم لتطوير وسائل الإنتاج لديها وإيجاد وسائل جديدة والاستعانة بالتقنيات الحديثة لتطوير نظمها.

5- الاستقلال السياسي

يعتبر استقلال الدولة واستقرارها سياسياً عاملاً مهماً في تحقيق التنمية يمكنها رسم سياستها الاقتصادية وفق ما يلائمها، كما أن توفر الاستقرار السياسي يعتبر أهم عوامل جذب الاستثمارات.

6- توافر الدعم الحكومي والإرادة الشعبية

يعتبر الإيمان بإمكانية الإصلاح وتحقيق التنمية وقيام الأفراد بواجباتهم ومن خلفه وجود رغبة حقيقية من قبل الحكومة في اتخاذ القرارات والسياسات المناسبة من أهم عوامل تحقيق التنمية.

رابعاً: مستويات التنمية ومجالاتها

يمكن التمييز بين مستويين لتحقيق التنمية وإن كان من الصعب فصل أثر أحدهما على الآخر وهذا التمييز نابع من إختلاف الموارد المتاحة والحاجات المختلفة على مستوى المناطق الإقليمية في الوطن الواحد وهما:

1- **التنمية المحلية:** ويقصد بها مجموعة العمليات الناتجة عن تضافر جهود الأهالي مع الجهات الرسمية لتحسين الأحوال الاقتصادية والاجتماعية والثقافية للمجتمعات المحلية بما ينعكس على تقدم الوطن ككل.

ب- التنمية الوطنية: ويقصد بها استغلال الإمكانيات المتاحة على مستوى الوطن بحيث تشترك جميع القطاعات الاقتصادية وأقاليم الدولة المختلفة في تحقيق التنمية الاقتصادية على مستوى الوطن. أما فيما يتعلق بمجالات التنمية فإنه يمكن القول وبناءً على المفهوم الواسع للتنمية بأنها تشمل جميع مجالات الحياة ومنها:

- أ- التنمية الاقتصادية والتي تركز على زيادة الطاقة الإنتاجية ونمو الناتج المحلي.
- ب- التنمية الاجتماعية والتي تركز على التوزيع العادل للثروة والقضاء على الفقر.
- ج- التنمية السياسية وتتركز على مشاركة الفرد في الحياة السياسية من خلال الأحزاب والنقابات، والتحرر من التبعية والإستغلال.
- د- التنمية الإدارية وتتركز على تطوير قدرات الإداريين وتحسين أدائهم ومراجعة الهياكل التنظيمية وتطويرها بالإضافة إلى تحسين بيئة العمل الإداري.

المبحث الثاني: تمويل التنمية الاقتصادية

أولاً: أهمية التمويل لتحقيق التنمية

يعتبر التمويل عاملاً أساسياً في سبيل تحقيق التنمية ويسود إعتقاد لدى كثير من الاقتصاديين أن أهم عقبة تواجهها الدول النامية هي ضعف التكوين الرأسمالي لديها نتيجة ضعف الدخل والموارد مع ما يتبع ذلك من انخفاض للمدخرات، وتلك الدول بحاجة إلى كسر هذه الحلقة والعمل على توفير التمويل اللازم لعملية التنمية، ويقصد بتمويل التنمية تلك التدفقات المالية من المصادر المختلفة سواءً المحلية منها أو الخارجية والتي توجه لإنجاز برامج ومشروعات التنمية.

ويعتبر الاستثمار وتوفير التمويل اللازم له جوهر عملية التنمية فكلما زادت الادخارات الحقيقية زاد الاستثمار وهذا بدوره يساعد في تحقيق التنمية، وحظيت فكرة أهمية تحقيق التكوين الرأسمالي وزيادة معدلاته بأهمية كبيرة من قبل بعض الاقتصاديين ففي نظريته عن مراحل النمو أكد روستو بأن على الدول النامية أن ترفع معدل التكوين الرأسمالي الموجه للإستثمارات بنسبة 10% من ناتجها القومي لكي تصل إلى مرحلة الإنطلاق.

ومن أشهر من ربط عملية تحقيق النمو الاقتصادي بحجم المدخرات والتكوين الرأسمالي من خلال ما عرف بنموذج هارود - دومار، ووفقاً لهذا النموذج فإن هناك علاقة طردية بين معامل الإدخار أي نسبة ما يدخره المجتمع من دخله القومي وبين معدل نمو الناتج القومي. ووفقاً لنموذج هارود - دومار، فإن معدل النمو في الناتج القومي $G(Y)$ يتحدد بكل من معدل الإدخار (S) ومعامل رأس المال لناتج (COR) وفقاً للمعادلة التالية: $G(Y)=S/COR$

ولقد تراجعت أهمية التكوين الرأسمالي في عملية التنمية لدى بعض الاقتصاديين أمثال سولو وماسل وكيرنكروس وآخرون فلقد ركز هؤلاء على عناصر الإنتاجية وكفاءة مدخلات العملية الإنتاجية وإعادة تخصيص الموارد وتحسين سبل الإنتاج نتيجة التقدم التكنولوجي ويرون بأن لهذه العناصر الدور الأكبر في زيادة الإنتاج (عجمية وآخرون، 2006، ص ص 187-188).

وعلى الرغم من تراجع أهمية التكوين الرأسمالي لدى بعض الاقتصاديين إلا أنهم اتفقوا جميعاً على أهمية التكوين الرأسمالي في تحقيق التنمية الاقتصادية وإن اختلفوا في درجة أهمية هذا الدور.

ثانياً: مصادر تمويل التنمية

إن اعتماد الدول بالدرجة الأولى لتوفير التمويل اللازم يجب أن يكون على مصادرها الداخلية وفي حال قصورها تساندها في ذلك المصادر الخارجية وذلك بما لا يتعارض مع مصالحها ومصالح مواطنيها. ويمكن تقسيم مصادر تمويل التنمية إلى قسمين رئيسيين هما:

- مصادر التمويل المحلية

- مصادر التمويل الخارجية

1- مصادر التمويل المحلية

تسعى الدول في سبيلها لتحقيق التنمية إلى توفير التمويل اللازم لها مع تركيزها على المصادر المحلية للتنمية والإستعانة بالقدر الضروري بالمصادر الخارجية لما يترتب على المصادر الخارجية من اعتبارات يصعب التحكم بها وشروط قد تفرض ومصالح تتداخل قد تؤثر على استقلالية الدول ومصالح مواطنيها.

ولقد عرف (الزيتوني، 2006) المصادر الداخلية للتمويل بأنها "جميع أنواع الموارد الحقيقية المتوفرة داخل الاقتصاد المحلي، سواء كانت مستغلة أو غير مستغلة، ويقصد بالموارد الحقيقية جميع الموارد الطبيعية والبشرية والمالية".

وتأخذ مصادر التمويل المحلية شكلين أساسيين هما الادخار الاختياري و الادخار الاجباري (العساف، الوادي، 2010، ص 195)، هذا بالإضافة إلى استخدام القطاع الزراعي كوسيلة للتمويل.

1- الادخار الإختياري

وهو ما يقوم به الأفراد أو الهيئات والمؤسسات بادخاره بمحض إرادتهم ويتمثل في:

1- مدخرات القطاع العائلي

تمثل مدخرات القطاع العائلي الفرق بين الدخل المتاح، أي بعد تسديد الضرائب وبين الإنفاق على أوجه الاستهلاك المختلفة.

وتتوقف عملية الادخار على عنصرين رئيسيين هما القدرة الادخارية والرغبة الادخارية وتعتمد القدرة الادخارية وحجم المدخرات على عوامل اقتصادية وغير اقتصادية، أما أبرز العوامل الاقتصادية فهي: مستوى الدخل، سعر الفائدة، هيكل توزيع الدخل، المستوى العام للأسعار، أما أبرز العوامل الغير اقتصادية فهي العوامل الاجتماعية والديمغرافية ومنها:

حجم الأسرة، تركيبة المجتمع العمرية، اختلاف معدلات الادخار بين قاطن الريف وساكن المدن.

وتأخذ مدخرات القطاع العائلي أحد الأشكال التالية:

المدخرات التعاقدية كأقساط التأمين والمعاشات، الأصول النقدية التي يحتفظ بها الأفراد كودائع المصارف والودائع في صناديق التوفير وشراء الأوراق المالية والأصول الأخرى كالمجوهرات واقتناء الأراضي والمساكن والمتاجر وهنا يعتبر المدخر هو المستثمر (عجمية وآخرون، 2006).

2- مدخرات قطاع الأعمال

ويقصد بمدخرات قطاع الأعمال الأرباح المتحجرة لدى الشركات والتي يتم اقتطاعها من إجمالي الأرباح وعدم توزيعها على المستثمرين وذلك لمقابلة احتياجات الشركة المختلفة وتمويل الاستثمارات وكلما كان حجم القطاع كبيراً كلما زاد حجم المدخرات والعكس صحيح (القرشي، 2007، ص191).

ويجب التمييز هنا بين كل من:

- قطاع الأعمال غير المنظم: ويتمثل في الاستثمارات الصغيرة كمحل تجاري أو مصنع صغير وعادة ما يكون الهدف منها تحسين الوضع المعيشي للأفراد وغالباً ما يصعب تقدير حجم مدخراته.
- قطاع الأعمال المنظم: ويضم الشركات والمؤسسات الكبيرة ولهذا القطاع دور كبير باعتباره من أهم مصادر الادخار حجماً في الدول المتقدمة وتنقسم مدخرات قطاع الأعمال إلى:

أ- مدخرات قطاع الأعمال الخاص

وتتمثل في مدخرات المشروعات التي يمتلكها القطاع الخاص وتعتبر مدخرات هذا القطاع من أهم مصادر الادخار في الدول المتقدمة وإن كان يؤخذ عليها مساهمتها في تحقيق النمو غير المتوازن نتيجة التركيز على المشاريع المربحة دون غيرها .

ب- مدخرات قطاع الأعمال المختلط

ويقصد بها تلك المدخرات الناتجة عن مشاريع تقوم الدول بمشاركة أفراد القطاع الخاص في رأسمالها وإدارتها وغالباً ما تتطلب هذه المشاريع رأس مال كبير وتواجه مخاطر عالية ومشاركة الدول هنا فيه نوع من تحمل المخاطرة وتشجيع أفراد القطاع الخاص على الاستثمار في هذه المشاريع.

ج- مدخرات قطاع الأعمال العام

وتتمثل في أرباح المشروعات التي تمتلكها الدولة بشكل كامل وتوظف لها أشخاصاً يقومون

بإدارتها والأرباح والخسائر المتحققة من هذه المشاريع تعود على الدولة، وغالباً ما تتطلب هذه المشروعات رأس مال كبير وبالتالي لا يقوى الأفراد على إقامتها، ومدخرات هذا القطاع تعتمد على حجم مشروعات هذا القطاع وعددها الذي يعتمد بدوره على سياسة الدولة ومصالحها.

3- الادخار الحكومي

ويمثل الفائض المتحقق من الإيرادات العامة للدولة عندما يكون حجم الإيرادات العامة الجارية أكبر من حجم النفقات العامة الجارية وغالباً ما يسهم هذا القطاع بنصيب ضئيل في الادخار القومي بل وغالباً ما تزيد النفقات الجارية عن الإيرادات الجارية ويكون هناك عجز تلجأ معه الدولة لتمويله عن طريق السحب من مدخرات القطاعات الأخرى باستخدام وسائل ما يعرف بالادخار الإجباري. وتسعي الحكومات دائماً لزيادة إيراداتها وتنمية مواردها وخفض نفقاتها بهدف تحقيق فائض يتم توجيهه لتحقيق أهدافها التنموية.

ب- الادخار الإجباري

نظراً لعدم كفاية الادخار الاختياري لمواجهة مطالب التنمية فإن الدولة تلجأ إلى مصادر الادخار الإجباري وتقوم من خلالها باقتطاع جانب من دخول الأفراد والشركات. ومن أهم مصادر الادخار الإجباري:

1- الضرائب

تمثل الضرائب اقتطاعاً من دخول الأفراد من قبل الدولة وتعتبر من الوسائل الهامة التي تستخدمها الدولة لتمويل أنشطتها وتنفيذ مشروعاتها الاستثمارية وتنقسم الضرائب إلى قسمين رئيسيين: أولها الضرائب المباشرة وهي التي تفرض على الدخل والثروات والأرباح وبالتالي يتحمل عبئها من يقوم بدفعها، أما ثانيها فهي الضرائب غير المباشرة وهي التي تفرض على السلع وبعض الخدمات وبعض الخدمات الضرورية ويستطيع من يقوم بدفعها نقل عبئها إلى الآخرين وتعتبر الضرائب الغير مباشرة الأكثر أهمية في الدول النامية نظراً لانخفاض الدخل فيها وبالتالي انخفاض حصيلتها الضريبية المباشرة (العساف، الوادي ، 2010، ص197).

وللضرائب المختلفة تأثيرات مختلفة على الادخار حيث يؤدي فرض الضرائب العالية لزيادة الادخار إذا كان الميل الحدي للاستهلاك الحكومي من الزيادة الضريبية أقل من الميل الحدي للاستهلاك الخاص من الدخل الإضافي الذي تدفع منه الضرائب (جيلز، رومر، بيركنز، سنوجراس، 2001)، وتشير الدلائل أن زيادة الضرائب أدت إلى انخفاض مجموع الادخارات المحلية بدلاً من ارتفاعها لدول العالم الثالث نظراً لارتفاع الميل الحدي للاستهلاك لديها وهذا ما يعرف بتأثير بليز.

ووفقاً للجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني فإن حجم الإيرادات الضريبية للسلطة الفلسطينية يشكل 23% من إجمالي حجم الإيرادات في العام 2011 حيث بلغت الإيرادات الضريبية ما قيمته 483.3 مليون دولار.

2- التمويل بالعجز (التمويل التضخمي)

عندما تعجز المصادر الاعتيادية المختلفة للإيرادات العامة للدولة عن توفير التمويل اللازم لتغطية نفقاتها وتمويل استثماراتها فإنها تلجأ إلى ما يسمى بالتمويل التضخمي وهو يشير إلى قيام الحكومة بطبع النقود وزيادة الائتمان المصرفي فتتخفف قيمة العملة وترتفع الأسعار.

ولقد إحتدم الخلاف بين مؤيد ومعارض حول جدوى التمويل التضخمي ومدى ملاءمته لتكوين رأس المال ودفع عملية التنمية وإن بدت سياسة التمويل التضخمي ناجحة في تمويل النشاط الاقتصادي في فترات الحروب إلا انه غالباً ما يكون مشكوك فيها في الأوقات العادية وعلى الرغم من المآخذ على هذه السياسة إلا أنها يمكن أن تكون مفيدة للبلدان النامية إذا بقيت ضمن حدود معينة وكثيراً ما أدت إلى نجاح سياسات التوسع الصناعي ولقد أثبتت نجاحها في كل من روسيا والولايات المتحدة والمملكة المتحدة أثناء الحرب العالمية الثانية وغيرها من الدول (عجمية وآخرون ، 2006).

ج- استخدام القطاع الزراعي كوسيلة للتمويل

في بداية مراحل التنمية للدول التي أصبحت صناعية اليوم تم استخدام القطاع الزراعي لتمويل الصناعة من خلال سحب فائض العمل من الزراعة وتشغيله في مشروعات أخرى في قطاع الصناعة بالإضافة إلى فرض الضرائب المرتفعة على قطاع الزراعة لتمويل التصنيع.

ومن الدول التي ساهم فيها قطاع الزراعة في بداية مراحل نموها فرنسا والاتحاد السوفيتي واليابان ولكن نجاح هذا الأسلوب في الماضي لا يعني بالضرورة نجاحها في الوقت الحالي وإن كان قادراً على المساهمة بدور معين في تمويل التنمية (القرشي، 2007، ص ص 196-197).

2- مصادر التمويل الخارجي

نظراً لقصور مصادر التمويل المحلية في تلبية حاجة الدول لتمويل مشاريعها التنموية فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي لسد فجوة المدخرات المحلية وكلما توسعت الدولة في استثماراتها دون تنمية مواردها المحلية فإن حاجتها للتمويل الخارجي ستزداد مع ما قد يترتب على ذلك من فرض للقيود وإملاء الشروط والحصول على مكاسب سياسية وعسكرية من قبل الدول أو المنظمات التي تقدم التمويل هذا بالإضافة إلى الأعباء المترتبة على خدمة الدين والتي تنقل كاهل الدول المقترضة فتجد معه الدول نفسها بحاجة إلى تمويل جديد لتمويل خدمة الديون السابقة وليس لأغراض التنمية وعليه فإن على الدول تنمية مصادرها المحلية بشكل أساسي وأن يكون لجوؤها للتمويل الخارجي في حالات

الضرورة فقط وبما لا يسمح بتهديد استقلالها ومصالح مواطنيها وبحيث يؤدي هذا التمويل إلى زيادة الإنتاج القومي للدول بما يسمح لها من تسديد أقساط تلك الديون وفوائدها مع تحقيق عوائد تخدم اقتصادها.

أشكال التمويل الخارجي

تتعدد أشكال التمويل الخارجي ومن أهمها:

أ- التدفقات والتحويلات الأجنبية من المؤسسات الدولية

لقد كان للاختلالات التي شهدتها اقتصاديات الدول قبل الحرب العالمية الثانية ومن أهم مظاهرها عدم ثبات أسعار الصرف واختلال موازين المدفوعات واختلال العلاقات بين الدول، كان لها الدافع الأكبر لظهور منظمات دولية تقوم بتنظيم مشكلات التمويل والتجارة والنقد وأصبح لها أهمية كبيرة ودور واضح في تقديم التمويل للدول الباحثة عن التمويل الخارجي ومن أهم هذه المؤسسات التمويلية، صندوق النقد الدولي، ومجموعة البنك الدولي.

ب- المنح والمعونات الأجنبية الرسمية

تقوم الدول المانحة بتقديم المساعدات إلى الدول النامية في شكل منح قد تكون نقدية أو قد تكون عينية وعليه فإن البلد المستلم ليس ملزماً بسدادها، وقد تكون الدوافع من وراء تقديم هذه المساعدات إنسانية وأخلاقية وقد تحمل في طياتها غالباً دوافع سياسية واقتصادية وعسكرية (القرشي، 2007، ص 210)، أما المعونات فإنها تجمع بين عنصرى المنحة والقرض وتتميز بطول أجلها وطول فترة السماح وإنخفاض سعر الفائدة.

ج- القروض الخارجية:

تلجأ الدولة للاقتراض من الخارج لتمويل العجز لديها وتتنوع وتختلف القروض التي تحصل عليها وفقاً لمدتها وشروطها والغرض منها، فمنها ما هو ميسر بفائدة منخفضة وفترات تسديد طويلة الأجل، ومنها ما هو غير ميسر وبأسعار فائدة عالية تكون قريبة من أسعار الفائدة السوقية وقد تلجأ الدول لهذا النوع في حال وجود عجز مؤقت لديها.

ووفقاً لـ (أبو مصطفى، 2009، ص 133) فإن إجمالي القروض الخارجية المباشرة للسلطة الفلسطينية في الفترة ما بين (1993-2005) بلغ ما يقرب من 1100 مليون دولار.

د- الاستثمارات الأجنبية:

وتنقسم الاستثمارات الأجنبية إلى استثمارات مباشرة وغير مباشرة:

1- الاستثمار الأجنبي المباشر: ويتمثل في قيام الأجانب بإقامة وتملك المشاريع بشكل تام أو جزئي مع حقهم في إدارة هذه المشاريع وتستحوذ الشركات متعددة الجنسيات على نصيب كبير من هذا

الاستثمار وتسعى الدول إلى تشجيع هذا النوع من الاستثمار كمصدر رئيسي لتمويل التنمية بدلاً من اللجوء إلى الإقتراض وما يترتب عليه من أعباء وفوائد تثقل كاهلها.

2 الاستثمار الأجنبي غير المباشر

ويتمثل في قيام المستثمرين الأجانب بشراء الأسهم والسندات وتكون هذه الاستثمارات عرضة لمخاطر تقلب أسعار الصرف الخارجي ومن أبرز عيوب هذا النوع من الاستثمار سرعة وسهولة هروبه مع ما يترتب عليه من اضطرابات للأسواق المالية.

المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

مقدمة:

بالرجوع إلى النظريات والآراء الاقتصادية التي تتعلق بموضوع سوق الأوراق المالية نجد أن الأفكار المتعلقة بعلاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية كانت موجودة قديماً وما تزال تثير اهتمام العديد من الاقتصاديين وفيما يلي نوضح علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية بشيء من التفصيل.

ويمكن ربط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية من خلال مفهوم نظام المنافسة الكاملة الذي اعتبره الكلاسيك النظام المثالي القادر على تحقيق المصالح الخاصة وإقامة التوازن الاقتصادي والاجتماعي وتعتبر أسواق الأوراق المالية أقرب الأسواق للمنافسة الكاملة نظراً لوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين وحرية الدخول والخروج من السوق وتوافر الشفافية الكاملة وحرية المساومة في تحديد الأثمان (الأسرج، 2002).

وترتبط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة من خلال ما تحدث عنه كنز وربط أسعار الأوراق المالية بالاستثمار فكنز كان مقتنعاً بأن أسعار الأوراق المالية على الاستثمار فعندما تكون منخفضة فإن المستثمر يقوم بشراء أسهم شركات معينة موجودة بدلاً من القيام بإنشاء شركات جديدة وفي حال كانت أسعار الأوراق المالية مرتفعة فإنه يستثمر في الأصول العينية بدلاً من شراء الأوراق المالية وتحدث كنز عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمضاربة حيث يقوم المضاربون بالتخلي عن سيولتهم وشراء الأوراق المالية بالسعر الحالي في حال توقعهم ارتفاع أسعارها في المستقبل ويقوم المضاربون بالاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم عند توقعهم بانخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل (الأسرج، 2002).

وباعتبار سوق الأوراق المالية جزء من القطاع المالي والذي يتيح انتقال الأموال من وحدات الفئات إلى وحدات العجز ويشمل القطاع المالي بالإضافة إلى أسواق الأوراق المالية، القطاع

المصرفي، شركات التأمين، وقطاع التأجير التمويلي ومؤسسات التمويل الصغيرة وبعيداً عن التفصيل بين القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية ودور كل منها في تحقيق النمو الاقتصادي وهو المنهج الذي يتبناه كثير من الاقتصاديين أمثال Levine, 1997 و merton 1992, 1995 و merton and bodie 1995 فإنه يمكننا معرفة الأساس النظري لعلاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية وذلك من خلال دراسة العلاقة بين القطاع المالي ككل والتنمية الاقتصادية (المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، العدد 85، 2009).

أولاً: أهم مدارس القطاع التمويلي ودوره في التنمية

إن مناقشة فكرة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي ليست جديدة وتم تناولها منذ بزوغ الفكر الكلاسيكي الذي حارب الاكتناز وتبعه في ذلك الفكر الكنزي الذي إهتم بدور القطاع المالي في توفير السيولة اللازمة للاقتصاد ومروراً إلى وقتنا الحاضر، وبمرور الزمن وتعدد الدراسات فإن الإختلاف بين الباحثين يكون في طبيعة ودرجة هذه العلاقة.

وكان من أوائل العلماء الذين اهتموا بدراسة العلاقة بين القطاع التمويلي والنشاط الاقتصادي (Bagehot, 1873)، (schumpeter, 1912) ومن أبرز المدارس التي تعرضت لدور القطاع التمويلي في تحقيق التنمية الاقتصادية، المدرسة الهيكلية للتمويل، مدرسة الكبح المالي، مدرسة الليبراليين الجدد، ومدرسة نماذج النمو الداخلي وسيتم تناولهم بشيء من التفصيل.

1- المدرسة الهيكلية للتمويل Structuralist school

تعود أفكار هذه المدرسة إلى ستينات القرن الماضي ووفقاً لأراء مفكري هذه المدرسة فإن لقطاع التمويل أهمية كبيرة وتأثير واضح في تحقيق التنمية الاقتصادية وعليه فإن على الدول النامية التي تعاني من إنخفاض الدخل وبالتالي انخفاض معدلات الادخار، العمل على إصلاح قطاعها المالي لكي تتمكن من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار مع ما يترتب على ذلك من تحقيق الفائدة للجميع ودفع عجلة التنمية (الفرا ، 2012، ص50)، كما يدعوا أنصار هذه المدرسة إلى زيادة عدد المؤسسات المالية والتوسع في الخدمات التي تقدمها للجمهور ومن أبرز أنصار هذه المدرسة (Patrick, 1966) و (Goldsmith, 1969).

2- مدرسة الكبح المالي Financial Repression

تتركز أفكار هذه المدرسة على دور الحكومة في التدخل في أنظمتها المالية من خلال السيطرة على المؤسسات المالية وتوجيهها وتقييد أسعار الفائدة وتوجيه الائتمان والتحكم في أسعار الصرف ونسب الاحتياطي القانوني ووفقاً لأفكار هذه المدرسة فإن الحكومة من خلال التحكم بالسياسات والمؤسسات المالية تستطيع القيام بدور فعال في تمويل وتسريع عملية التنمية الاقتصادية،

إلا أن أفكار هذه المدرسة واجهت انتقادات كثيرة معتبرة التدخل الحكومي في النظام المالي يؤدي إلى إضعافه (خلف، 2008).

3- مدرسة الليبراليين الجدد Neo- liberals

تبنى أنصار هذه المدرسة سياسة التحرر المالي وإلغاء القيود المفروضة على النظام المالي واعتبروا أن سياسة الكبح المالي تؤدي إلى آثار سلبية على القطاع المالي ووفقاً لأراء أنصار هذه المدرسة فإن تحرير سعر الفائدة هو المفتاح لزيادة التراكم الرأسمالي وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي، وعليه فإن أي تحديد لأسعار فائدة منخفضة يؤدي إلى انخفاض الادخار وبالتالي الاستثمار.

ويرى أنصار هذه المدرسة أن وجود نظام مالي متطور يتمتع بقدر من التحرر المالي سيؤدي إلى تحقيق معدلات نمو عالية، ورغم توجه كثير من الدول منذ السبعينات والى اليوم لتبني سياسة التحرر المالي إلا أن النتائج جاءت متفاوتة من دولة إلى أخرى، ومن أبرز أنصار هذه المدرسة fry، mckinnon، shaw (خلف ، 2008).

4- مدرسة نماذج النمو الداخلي

تركز هذه المدرسة على محددات النمو الداخلي للاقتصاد وقد أبرزت أحد محددات النمو الداخلي وهو ما يعنينا في دراستنا ويتعلق بأثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي ومدى قدرة الوسطاء المالية على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات القادرة على زيادة الإنتاج وتحقيق النمو وكذلك أبرزت دور الوساطة المالية في النقل الآمن بين الوحدات الاقتصادية وتخفيض المخاطر وتوفير البيانات والمعلومات وتقليل الوقت والجهد مع ما يترتب على ذلك من آثار إيجابية على النمو الاقتصادي، وترى بضرورة رفع كفاءة النظام المالي وذلك ليقوم بالدور المناط به في تحقيق التنمية الاقتصادية (الفراء، 2012، ص ص 51-53).

ويرى الباحث أنه وعلى الرغم من الصعوبة الأخذ بمبادئ مدرسة الهيكل التمويلي ومدرسة الكبح المالي ومدرسة الليبراليين الجدد في الاقتصاد الفلسطيني بشكل كامل نظراً لعدم تمكن السلطة من التحكم الكامل في سياساتها النقدية والمالية إلا أنه يمكن الأخذ ببعض تلك المبادئ حيث يمكن العمل على إصلاح الهيكل المالي للاقتصاد الفلسطيني في ظل جو من الحرية الاقتصادية وقدر معقول من الرقابة للسلطة الفلسطينية مع التركيز على مصادر النمو الداخلي والتي يمكن التحكم بها بشكل كبير.

ثانياً: الآراء الاقتصادية حول علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

هناك العديد من الدراسات التي تناولت علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية وعلى الرغم من الاختلاف في طبيعة ودرجة هذه العلاقة بين الدراسات المختلفة إلا ان العلاقة يمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية:

1- وجود تأثير متبادل بمعنى تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي والتأثر به فوجود سوق أوراق مالية متطور وذو سيولة عالية وقوانين تنظمه سوف يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، والنمو الاقتصادي بدوره سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات والأدوات المالية فيؤدي إلى تطور سوق الأوراق المالية وهكذا يستمر التأثير الايجابي والمتبادل (الفقي، وفاء، 2006)، ومن الدراسات التي توصلت لوجود علاقة تبادلية دراسة كل من (dawson, 2008) و(odhiambo, 2005).

2- وجود تأثير ايجابي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير ايجابي لسوق الأوراق المالية المتطور وذات السيولة العالية على النمو الاقتصادي ومن أهم هذه الدراسات (Levine and zervos, 1998)، (mun, siong, thing , 2008).

3- وجود تأثير إيجابي للنمو الإقتصادي على تطور سوق الأوراق المالية فالنمو الاقتصادي سوف يخلق طلباً على العديد من الخدمات والأدوات المالية وينتج عن ذلك بالتبعية تطور النظام المالي للدولة بما فيه سوق الأوراق المالية ومن أهم الدراسات التي تناولت هذه العلاقة دراسة كل من (romer, 1990)، (levine, 1997)، (capsso, 2006)، (الفقي، وفاء، 2006).

4- عدم وجود علاقة أو تأثير بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ووفقاً لهذه الدراسات فإنه لم يكن لسوق الأوراق المالية تأثير يذكر على تحقيق النمو الاقتصادي ومن أبرز هذه الدراسات (donwa, odia, 2010).

5- وجود تأثير سلبي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود أثر سلبي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي ومن هذه الدراسات (ben naser, ghazouani, 2007) حيث أظهرت الدراسة وجود أثر سلبي لأسواق الأسهم على النمو الاقتصادي في بعض الدول العربية ووفقاً للدراسة فإن هذا قد يعود إلى صغر حجم هذه الأسواق وحداتها وانحراف الموارد المالية من قطاع الاستثمار الحقيقي إلى المضاربة.

ثالثاً: دور سوق الأوراق المالية في توفير التمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية

1- المساهمة في تمويل خطط التنمية وذلك من خلال لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور لسد نفقاتها وتمويل مشاريع التنمية وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة.

- 2- تنمية الادخار وذلك من خلال التشجيع على الاستثمار في الأوراق المالية حيث توفر لصغار المستثمرين من الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة الفرصة للمشاركة في شراء أوراق مالية على قدر أموالهم مما يساهم في تشجيع عادة الادخار وخدمة أغراض التنمية.
- 3- زيادة الإقبال على الاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدرها الجهات المختلفة وتشجيع بنوك الاستثمار على ضمان إصدارات الأوراق المالية فوجود سوق قوية للأوراق المالية يجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق.
- 4- تمويل التنمية الاقتصادية من خلال تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة مع ما تتمتع به هذه الشركات من قدرات مالية وتنظيمية عالية (رضوان، 1996).
- 5- دورها في توفير كافة المعلومات والبيانات للشركات المدرجة من خلال مبدأ الإفصاح في سوق الأوراق المالية مما يساهم في تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب في ضوء المعلومات التي يتم توفيرها.
- 6- دورها في تقويم الشركات والمشروعات فسعر الورقة المالية في السوق يعكس درجة قوة أو ضعف المركز المالي للشركة ويساعد في الحكم على مدى نجاح أو فشل تلك الشركات والحاجة إلى تصحيح مسارها وتحسين أدائها.
- 7- توفير درجة عالية من السيولة فمن خلال سوق الأوراق المالية يستطيع حامل الورقة المالية بيعها والحصول على قيمتها السوقية في أسرع وقت مما يجعله أكثر استعداداً لشراء الأسهم التي تطرح في السوق الأولي حيث أن عجز المساهمين عن تسهيل الأسهم التي في حوزتهم يعني استحالة قيام شركات مساهمة جديدة (رضوان، 1996، ص201).
- 8- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية يمكن إيجازها فيما يلي:

- أ- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- ب- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- ج- **عدالة السوق:** بمعنى إتاحة فرص متساوية لكل من يرغب بالاستثمار.
- د- **الأمان:** ويقصد به توافر وسائل للحماية ضد المخاطر الناتجة عن العلاقة بين الأطراف في السوق (بوراس، بريكة، ص4).

9- دورها في عملية الخصخصة "حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق" (محمد، بومدين، 2006، ص5).

ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي:

أ- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.

ب- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عن إجراء البيع.

ج- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

(محمد، بومدين، 2006، ص5).

10- دورها في علاج المديونية: من خلال جذب الاستثمار الأجنبي بدلاً من الاقتراض الخارجي وما ينتج عنه من عبء مدفوعات خدمة الدين.

11- دورها في إسقاط رؤوس الأموال الأجنبية وتوجيهها: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها للاستثمار المباشر المتمثل في القيام بتأسيس مشاريع جديدة أو الاستثمار الغير مباشر المتمثل في شراء الأسهم والسندات وذلك من خلال إعطاء فكرة عن أهم القطاعات الاقتصادية والشركات المدرجة وحجم الأرباح التي تتحقق والعوائد على تلك الاستثمارات مما يساهم في زيادة حجم السيولة وتوفير مصادر للتمويل وتخفيض الاعتماد المفرط على الاقتراض الخارجي والأعباء المترتبة عليه، كما أن دخول المستثمرين الأجانب إلى أسواق الأوراق المالية يبعث رسائل ثقة وطمأنة للاقتصاد بشكل عام (الفاقي، وفاء، ص24).

12- دورها في تخفيض معدلات التضخم فتوفير التمويل اللازم للمؤسسات المختلفة من خلال سوق الأوراق المالية بدلاً من لجوء تلك المؤسسات إلى الإقتراض من البنوك يؤدي إلى التخفيف من حجم الإئتمان المصرفي هذا بالإضافة إلى توجه السيولة نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك وبالتالي التخفيف من معدلات التضخم.

13- تساهم البورصة في التقليل من تكلفة الفرصة البديلة من خلال قدرة حامل الورقة المالية على تسهيلها وذلك لتمويل استثمار جديد يرى أنه أفضل من استثماره الحالي (رضوان، 1996، ص202).

14- المساهمة في تحقيق التنمية بجوانبها المختلفة من خلال توفير التمويل للشركات التي تعمل في مجالات متعددة بالإضافة إلى توفير التمويل للحكومة والتي تقوم بإنفاقه على جوانب التنمية المختلفة.

15- وجود سوق الأوراق المالية يساهم في توجه المدخرات إلى الاستثمارات المنتجة بدلاً من توجيهها لشراء الأراضي والذهب والمباني فيما يعرف بالاستثمار السلبي.

16- دورها في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: فوجود سوق نشطة وأوراق مالية تتمتع بنشاط وسيولة عالية من شأنه أن يجعل منها أدوات مقبولة كغطاء لعقد القروض المالية (حسين، 2008، ص82).

المبحث الرابع: التنمية الاقتصادية في فلسطين

أولاً: تقييم موجز للتجربة التنموية الفلسطينية ونتائجها

خلال عقود مضت واجهت التجربة التنموية الفلسطينية لحظات صعبة وظروفاً لم تكن مواتية وممارسات بشعة من قبل قوات الإحتلال الإسرائيلي طالت البشر والحجر من أعمال قتل وتهجير وتجريف ومصادرة للأراضي وحصارٍ ظالم وإغلاقٍ للمناطق وعزلها عن بعضها البعض.

ومنذ توقيع اتفاقية أوسلو وقدم السلطة الفلسطينية في العام 1994م وسيطرتها على جزء من الأراضي المحتلة في الضفة الغربية وقطاع غزة وتوليها مسؤولية الحكم وفق ترتيبات واتفاقيات تم توقيعها مع الجانب الإسرائيلي، تم إعداد ووضع أكثر من خطة للتنمية منها البرنامج العام لإنماء الاقتصاد الفلسطيني 1994-2000، وخطة التنمية متوسطة المدى 2005-2007، وخطة الإصلاح والتنمية 2008-2010، وأخيراً خطة التنمية الوطنية 2011-2013، وتم القيام بسلسلة من الإجراءات منها ما يتعلق بقوانين تشجيع الاستثمار وإبرام الاتفاقيات التجارية مع العديد من الدول ومحاولة إصلاح النظام القانوني.

ورغم الدعم الكبير من قبل الجهات المانحة للسلطة الفلسطينية إلا أن إسرائيل عملت ومنذ اليوم الأول على إفشال أي جهد تنموي من خلال عدد كبير من الممارسات المجحفة والتي أثرت بالسلب على كل مناحي الحياة الاقتصادية، ولقد كان للمجتمع الدولي والدول الراعية لعملية السلام دور في هذا الفشل فبدلاً من تقديم التمويل لتحقيق التنمية بعيدة المدى كان الهدف من التمويل استمرار عملية التسوية السياسية ومنع انهيارها، وأصبحت المعونات تقدم بهدف الإغاثة الطارئة لتعويض الأضرار التي تلحقها ممارسات الإحتلال وعدوانه، مما أدى إلى استنزافها وتبديدها (ماس، 2003).

ناهيك عن عدم وجود رؤية تنموية واضحة ووجود حالة من العشوائية وغياب الشفافية وانتشار الفساد والمحسوبية في مؤسسات السلطة وغياب المشاركة الواسعة في وضع الخطط بالإضافة إلى غياب الرؤية التنموية طويلة الأجل، ثم جاءت الانتفاضة الثانية وبناء الجدار العازل وتبعها الانقسام الفلسطيني ليؤثروا سلباً على مجمل الواقع الفلسطيني ويصيبوا الجهود التنموية في مقتل، هذا بالإضافة إلى نقص رؤوس الأموال وقلة الموارد الطبيعية وضيق مساحة الأرض التي تسيطر عليها السلطة الفلسطينية ويمكن القول بأن السلطة الفلسطينية فشلت في تحقيق الأهداف التنموية الرئيسية والتي تتمثل في الاعتماد على الذات، وتقليص التبعية لإسرائيل، والحد من التشوّهات الاقتصادية والاجتماعية التي تراكمت خلال فترة الإحتلال، وإيجاد بيئة تنموية ملائمة للقطاع الخاص (ماس، 2005).

ولمعرفة ما إذا كانت الدولة تسير في طريقه التنمية أم لا طرح Dudley seers ثلاثة أسئلة نستطيع من خلالها الحكم وهي: (seers, 1969, pp3-4)

- ماذا حصل للبطالة ؟
- ماذا حصل للفقر ؟
- ماذا حصل لعدم المساواة في توزيع الدخل ؟

ولابد من انخفاض مستويات هذه المشكلات بشكل ملحوظ لكي يتم الحكم بأننا نسير في طريق تحقيق التنمية، وبنفس المنهجية سنتعرف إن كنا نسير في طريق التنمية أم لا مع تعديل بسيط وهو استخدام مؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بدلاً من مؤشر عدم المساواة في توزيع الدخل.

1- البطالة

يمكن تعريف البطالة بأنهم الأفراد القادرون على العمل والباحثون عنه ولكنهم لا يحصلون عليه ورغم محاولات الحكومات المتعاقبة للسلطة الفلسطينية للتخفيف من حدة البطالة إلا أن هذه المحاولات لم تحقق النتائج المرجوة وظلت معدلات البطالة مرتفعة مقارنة بباقي دول العالم وهذا يعود بشكل أساسي إلى ممارسات الإحتلال التعسفية من إغلاق للمعابر وحصار وسحب ومنع تراخيص العمل في إسرائيل بالإضافة إلى عدم قدرة الاقتصاد الفلسطيني على استيعاب الأعداد المتزايدة المنضمة لسوق العمل.

جدول (1-3) معدلات البطالة في الأراضي الفلسطينية في الفترة (1997-2011)

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
البطالة%	20.3	14.4	11.8	14.1	25.2	31.3	25.6	26.8
السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
البطالة%	23.5	23.7	21.7	26.6	24.5	23.7	20.9	

المصدر: 1999-1997 : (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 23، 2011، ص 63).
2011-2000 : (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 28، 2012، ص 70).

نلاحظ من الجدول (1-3) انخفاض نسبة البطالة في الفترة ما بين 1997-1999 مقارنة بباقي الفترات وهذا يعود بشكل أساسي لارتفاع عدد العاملين في إسرائيل ووفقاً ل(الفرا، 2012، ص 107) فإن أعداد العاملين في إسرائيل بلغ 131 ألف عامل خلال العام 1999 مقارنة ب 97 ألف خلال العام 2000.

كما ارتفع معدل البطالة في العام 2002 إلى ضعف ما كان عليه في العام 2000 وهذا يعود بالأساس إلى الإجراءات والممارسات الاقتصادية إبان انتفاضة الأقصى، ويلاحظ من الجدول إنخفاض معدل البطالة خلال العام 2011 ليصل إلى 20.9% مقارنة مع 23.7 خلال العام 2010 وهذا يعود بالأساس إلى الانخفاض الواضح لمعدلات البطالة في قطاع غزة عما كانت عليه في العام 2010، ورغم تراجع نسب البطالة في بعض الأعوام إلا أن معدلات البطالة بقيت مرتفعة طيلة فترة الدراسة وهذا يظهر فشل الحكومات المتعاقبة وبرامج التنمية التي تم وضعها من التخفيف من معدلات البطالة بالشكل المرجو.

2- الفقر

يعرف الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني الفقر بالعلاقة مع ميزانية الأسرة. **فالفقر المدقع:** الأسرة المرجعية (5 أفراد) التي يقل إنفاقها على الحاجات الأساسية من مأكّل وملبس ومسكن عن 1783 شيكل شهرياً (2010). أما **الفقر:** الأسرة المرجعية التي يقل إنفاقها على الحاجات الأساسية المذكورة سابقاً والصحة والتعليم والمواصلات وغيرها عن 2237 شيكل شهرياً (2010) (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد السنوي 2011، ص70). ويعتبر مؤشر الفقر من المؤشرات الهامة التي تعكس مدى التحسن أو التراجع في مستوى معيشة الأفراد والأداء الاقتصادي بشكل عام.

جدول (2-3) نسبة الفقر والفقر المدقع في الأراضي الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2011).

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الفقر %	22.5	20.3	غ.م	غ.م	27.9	غ.م	غ.م	25.9
الفقر المدقع %	14.2	12.5	غ.م	غ.م	19.5	غ.م	غ.م	14.2
السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
الفقر %	24.3	24	31.2	غ.م	26.2	25.7	غ.م	
الفقر المدقع %	15.3	13.7	18.8	غ.م	13.7	14.1	غ.م	

غ.م (غير متوفر)

المصادر: 1997-1999: (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد23، 2011، ص ص 63-64).

2000-2011: (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد28، 2012، ص70).

ونلاحظ من خلال الجدول (2-3) أن ربع السكان تقريباً يعانون من الفقر خلال فترة الدراسة وهذا يظهر فشل السلطة والحكومات المتعاقبة وبرامج التنمية التي تم وضعها في التخفيف من نسب الفقر.

كما يظهر الجدول ارتفاع نسب الفقر في العام 2007 إلى 31.2% وهي أعلى نسبة يتم تسجيلها خلال فترة الدراسة وهذا يعود إلى الحصار الذي فرضته إسرائيل بعد فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية وعدم مقدرة السلطة على دفع رواتب موظفيها.

3- نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي

يمكن احتساب نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي بقسمة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي/عدد السكان ويعتبر من المؤشرات الهامة التي تقيس مستوى معيشة الأفراد لأخذه عدد السكان بالاعتبار.

جدول (3-3) نصيب الفرد من الناتج المحلي ومعدل النمو السنوي له في الأراضي الفلسطينية للفترة ما بين (1997-2011) بالدولار الأمريكي.

السنة	نصيب الفرد من الناتج المحلي	معدل النمو %	السنة	نصيب الفرد من الناتج المحلي	معدل النمو %
1997	1454.2	-	2005	1387.2	5.3
1998	1577.1	8.5	2006	1275.4	-8.1
1999	1648.8	4.6	2007	1303.2	2.2
2000	1460.1	-11.4	2008	1356.3	4.1
2001	1303.5	-10.7	2009	1415.2	4.3
2002	1097.2	-15.8	2010	1509.9	6.7
2003	1227.3	11.9	2011	1609.9	6.6
2004	1317	7.3			

المصدر: الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني

www.pcbs.gov.ps/portals/_rainbow/documents/percapitaconstantA1994-2011.htm

ويلاحظ من خلال الجدول (3-3) التذبذب الواضح لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وهذا يعود بالأساس للحالة السياسية والإجراءات الإسرائيلية وأثرهم على إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ولقد سجل متوسط نصيب الفرد أقل قيمة له وأعلى نسبة تراجع خلال العام 2002 بمقدار 1097.2 دولار للفرد بنسبة تراجع بلغت 15.8% ويعزى هذا التراجع إلى الآثار السلبية الناتجة عن الوضع السياسي السيئ إبان انتفاضة الأقصى.

وسجل متوسط نصيب الفرد أعلى قيمة له في العام 1999 بمقدار 1648.8 دولار للفرد وذلك نتيجة للأوضاع السياسية المستقرة ذلك العام وانعكاساتها على الوضع الاقتصادي وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي ويلاحظ من خلال الجدول تسجيل متوسط نصيب الفرد أعلى نسبة نمو له في

العام 2003 بمقدار 11.9 % وهذا يعود إلى عودة الهدوء للأراضي الفلسطينية ومحاولة التعافي بعد التراجعات الحادة التي شهدتها مؤشرات الاقتصاد إبان انتفاضة الأقصى ويعكس التراجع في متوسط نصيب الفرد للعام 2006 بمعدل 8.1% إجراءات الحصار الإسرائيلي بعد فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية وعجز السلطة عن دفع رواتب الموظفين.

ويلاحظ أن متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي يرتفع بشكل مضطرب منذ العام 2007م نتيجة

الارتفاعات الملحوظة في إجمالي الناتج المحلي بنسب تفوق الزيادة في عدد السكان إلا أنه متدنياً مقارنة بكثير من دول العالم ووفقاً لتصنيف البنك الدولي للدول في العام 2010 فإن الأراضي الفلسطينية تقع ضمن الشريحة الدنيا في فئة الدخل المتوسط (\$1006-\$3975). (حمدان، 2012، ص84)

ثانياً: النفقات والإيرادات ومصادر التمويل للسلطة الفلسطينية (1997-2011)

يحاول الباحث من خلال هذا المطلب توضيح الفجوة التمويلية التي تعاني منها السلطة الفلسطينية وحاجتها إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة.

1- الانفاق العام

ويقصد بالانفاق العام إجمالي ما تنفقه السلطة سواء كان نفقات رأسمالية أو نفقات جارية بالإضافة إلى صافي الإقراض، وتشمل النفقات الجارية كلاً من الرواتب والأجور والنفقات التشغيلية والنفقات التحويلية.

جدول (3-4) الإنفاق العام للسلطة الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2011) بالمليون دولار.

السنة	إجمالي الإنفاق العام	النفقات الرأسمالية	* نسبة النفقات الرأسمالية % من الإنفاق العام (%)	النفقات الجارية وصافي الإقراض	* نسبة النفقات الجارية % من الإنفاق العام (%)
1997	1362	500	36.7	862	63.3
1998	1358	520	38.3	838	61.7
1999	1411	474	33.5	937	66.5
2000	1668	469	28.1	1199	68.9
2001	1435	340	23.7	1095	82
2002	1246	252	20.2	994	84
2003	1635	395	24.2	1240	75.8
2004	1528	0	0	1528	100
2005	2281	287	12.6	1994	87.4
2006	1707	281	16.5	1426	83.5
2007	2877	310	10.8	2567	89.2
2008	3463	190	5.5	3273	94.5
2009	3106	186	6	2920	94
2010	3258.3	275.1	8.4	2983	91.6
2011	3245.2	249.5	9.1	2810.7	86.6

المصادر: 1997-2000 (المراقب الاقتصادي والاجتماعي ، العدد 23، 2011، ص 64)

2001-2010 (المراقب الاقتصادي والاجتماعي ، العدد 28 ، 2012، ص 70)

(سلطة النقد الفلسطينية، المؤشرات الاقتصادية الرئيسية لفلسطين لعام 2011، WWW.PMA.PS)

* إعداد الباحث

يلاحظ من الجدول (3-4) في الفترة ما بين (2003-2011) يوجد فرق مابين إجمالي الإنفاق العام ومجموعة كل من النفقات الرأسمالية والنفقات الجارية وهذا الفرق يعود إلى صافي الإقراض، ويلاحظ الزيادة المضطربة للإنفاق العام خلال فترة الدراسة وإن تراجع في بعض السنين إلا أن الإتجاه العام له هو الزيادة وهذه الزيادة تعكس الأعباء المتزايدة التي تواجهها السلطة والتي تفرض عليها تحدياً يتمثل في قدرتها على زيادة إيراداتها لمواجهة الزيادة في الإنفاق.

ونلاحظ أن النسبة الأكبر من الإنفاق العام تتجه نحو النفقات الجارية والتي تتمثل في الإنفاق على الأجور والرواتب والنفقات التشغيلية والنفقات التحويلية وفي أحسن الأحوال فإن حجم النفقات الرأسمالية لم يصل إلى ربع الإنفاق العام ويلاحظ أنه وبمرور الوقت فإن الإنفاق الرأسمالي يتراجع لصالح النفقات الجارية.

2- الإيرادات العامة

وتشمل إيرادات السلطة الضريبية بما فيها إيرادات المقاصة بالإضافة إلى الإيرادات غير الضريبية

جدول (3-5) الإيرادات العامة للسلطة الفلسطينية في الفترة ما بين (1997-2004) بالمليون دولار.

السنة	إجمالي الإيرادات الجارية	إيرادات غير ضريبية	إيرادات ضريبية بما فيها إيرادات المقاصة
1997	327.1	127.4	199.7
1998	699.2	101.8	597.4
1999	901.2	119.1	782.1
2000	939	111	828
2001	273	92	181
2002	290	82	208
2003	747	124	623
2004	1050	146	904
2005	1370	245	1125
2006	722	157	565
2007	1616	122	1494
2008	1780	486	1294
2009	1549	284	1265
2010	1927.7	270.5	1657.2
2011	2177	219.2	1957.7

المصادر: (سلطة النقد الفلسطينية، المؤشرات الاقتصادية الرئيسية لفلسطين، ww.pma.ps)

نلاحظ من الجدول (3-5) الدور الكبير للإيرادات الضريبية بما فيها إيرادات المقاصة من مجمل إيرادات السلطة ويلاحظ تراجع هذه الإيرادات خلال الفترة ما بين (2000-2002) وذلك إبان انتفاضة الأقصى ورفض إسرائيل تحويل عائدات الضرائب كذلك يلاحظ تراجعها في العام 2006 إبان فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية ذلك العام وفرض إسرائيل لحصار على الأراضي الفلسطينية ومنع تحويل عائدات الضرائب وهذا يعكس اعتماد الموازنة العامة للسلطة الفلسطينية على إسرائيل.

ويلاحظ من خلال الجدول إنخفاض حجم الإيرادات غير الضريبية مقارنة بإجمالي الإيرادات الضريبية وهذا يفرض على السلطة محاولة التنويع والبحث عن وسائل جديدة لتنمية إيراداتها بدلاً من الاعتماد الكبير على الإيرادات الضريبية والمساعدات الخارجية.

3- الدعم الخارجي للموازنة

ويشمل المنح والمساعدات لدعم الإنفاق الجاري ودعم المشاريع التطويرية.

جدول (3-6) الدعم الخارجي لموازنة السلطة الفلسطينية في الفترة (1997-2011) بالمليون دولار.

السنة	إجمالي الدعم الخارجي للموازنة	منح لدعم الانفاق الجاري	منح لدعم المشاريع التطويرية (الانفاق الاستثماري)	السنة	إجمالي الدعم الخارجي للموازنة	منح لدعم الانفاق الجاري	منح لدعم المشاريع التطويرية (الانفاق الاستثماري)
1997	520	-	-	2005	636	349	287
1998	530	-	-	2006	1019	738	281
1999	497	-	-	2007	1322	1012	310
2000	510	54	456	2008	1953	1763	190
2001	849	531	318	2009	1413	1368	45
2002	697	468	229	2010	1277	1146.5	130.5
2003	620	261	359	2011	983.3	814.3	169
2004	353	353	0				

المصادر: 1999-1997 (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 23، 2011، ص64)

2000-2011 (سلطة النقد الفلسطينية، المؤشرات الاقتصادية الرئيسية الفلسطينية، www.pma.ps)

يلاحظ من الجدول (3-6) تفاوت الدعم المقدم للسلطة من سنة لأخرى وهذا يعكس إرتباط الدعم المقدم بعملية التسوية السياسية ويلاحظ تراجع الدعم المقدم للمشاريع التطويرية لصالح الدعم المقدم للإنفاق الجاري وهذا يعكس تحولاً في أهداف المساعدات التي تقدم من هدف تنموي إلى أهداف إغاثية لتعويض الأضرار التي يلحقها الإحتلال وممارساته.

وبالرجوع إلى جدول الإنفاق العام وجدول الإيرادات الجارية نلاحظ بأن الفجوة بينهما يتم سد جزء كبير منها من خلال المنح والمساعدات التي يتم تقديمها من الخارج وهذا يعكس دورها الكبير في تمويل عجز الموازنة للسلطة الفلسطينية.

4- الدين العام

يمكن تعريف الدين العام بأنه "ما تقتضيه الجهات العامة في الدولة من الغير لتمويل أعمالها نظرا لعجز مواردها الذاتية عن الوفاء بما تتطلبه هذه الأعمال من نفقات" (عمر، 2003)، وينقسم الدين العام ما بين دين محلي ودين خارجي.

ارتفع الدين العام بنهاية عام 2011 ليلعب ما يقرب من 2213 مليون دولار وبنسبة ارتفاع بلغت 17.5% مقارنة بالعام 2010 وهي أعلى قيمة يصل لها الدين العام منذ تأسيس السلطة وهذا الدين موزع ما بين دين محلي بقيمة 1099 مليون دولار ودين خارجي بقيمة 1114 مليون دولار (صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 67، ص96).

يلاحظ مما سبق معاناة السلطة من فجوة تمويلية يساهم في التخفيف منها بشكل كبير المنح والمساعدات الخارجية بالإضافة إلى لجوء السلطة للاقتراض سواء من المصارف المحلية أو من جهات خارجية.

ثالثاً: إجمالي التكوين الرأسمالي (الاستثمار)

ويقصد بالتراكم الرأسمالي ذلك الجزء من الدخل القومي الموجه إلى الاستثمار في السلع الرأسمالية والتي يترتب على إنتاجها زيادة في الدخل القومي.

جدول (3-7) إجمالي التكوين الرأسمالي ونسبته من إجمالي الناتج المحلي للفترة ما بين

(1997-2011) بالمليون دولار.

السنة	إجمالي التكوين الرأسمالي	نسبة التكوين الرأسمالي من إجمالي الناتج المحلي %	السنة	إجمالي التكوين الرأسمالي	نسبة التكوين الرأسمالي من إجمالي الناتج المحلي %
1997	1173.4	31.4	2005	1265.7	27.8
1998	1368.6	32.6	2006	1347.2	31.2
1999	1857.4	41	2007	1122.9	24.7
2000	1386.7	33.4	2008	1060.5	21.7
2001	992.3	26	2009	1137.3	21.7
2002	841.7	25.5	2010	1443.2	25.1
2003	1063	28	2011	1057.6	16.7
2004	1022.3	24.4			

إعداد الباحث بالرجوع إلى:

1999 – 1997 (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 23، 2011، ص64)

2011-2000 (المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 28، 2012، ص69)

نلاحظ من خلال الجدول (3-7) وصول الاستثمار الكلي لأعلى قيمة له خلال العام 1999 حيث بلغ ما يقرب من 1857.4 مليون دولار، وهذا يعود إلى حالة الاستقرار السياسي والانتعاش الاقتصادي الذي شهده ذلك العام وبلغ نسبته من إجمالي الناتج المحلي 41% ووفقاً ل (مكحول، 2002) فإن هذه النسبة مرتفعة جداً مقارنة بالمستويات العالمية حيث تبلغ 20% في الدول ذات الدخل المنخفض، و24% في الدول ذات الدخل المرتفع.

ويلاحظ تراجع وانخفاض قيمة التكوين الرأسمالي خلال الفترة 2000-2002 وهذا يعود للممارسات الإسرائيلية إبان انتفاضة الأقصى والآثار التي ترتبت عليها.

وعلى الرغم من جهود السلطة الفلسطينية والحكومات المتعاقبة في مجال تحسين البيئة الاستثمارية إلا أن افتقار السلطة لرؤية تنموية واضحة ومزاحمة استثمارات السلطة لاستثمارات القطاع الخاص، وتدخل أجهزة السلطة في النشاط الاقتصادي بالإضافة إلى الممارسات الإسرائيلية، كل ذلك أسهم في ضعف البيئة الاستثمارية (مكحول، 2002)، ويضيف (حمدان، 2012، ص82) بأن انخفاض الاستثمار الكلي يعود إلى الأوضاع السياسية والأمنية الغير مستقرة وإلى عدم التزام الدول المانحة بتعهداتها وتوجيه جزء كبير من الإنفاق الحكومي نحو تغطية النفقات الجارية من أجور ومرتببات.

ملخص الفصل الثالث

تطور مفهوم التنمية من مجرد زيادة في إجمالي الناتج المحلي ونصيب الفرد منه ليصبح المفهوم أكثر إتساعاً ليشمل بالإضافة إلى الجانب الاقتصادي جوانب اجتماعية وثقافية وبيئية وسياسية، وعلى الرغم من اختلاف الأهداف التنموية من دولة إلى أخرى إلا أن هناك أهدافاً أساسية مشتركة تتمثل في تحسين مستوى ونوعية الحياة البشرية وتوسيع الخيارات المتاحة للفرد والمجتمع وتلبية الحاجات الأساسية.

ولقد أظهر الفصل غياب الرؤية التنموية الواضحة للأراضي الفلسطينية ومعاناة السلطة الفلسطينية من فجوة تمويلية وحاجتها إلى تنويع مصادر الإيرادات والبحث عن مصادر جديدة حيث يعتبر التمويل عاملاً أساسياً في سبيل تحقيق التنمية الاقتصادية وإن اختلف الاقتصاديين على درجة أهمية التكوين الرأسمالي في تحقيق التنمية إلا أنهم لم يختلفوا على أهميته ويمكن القول بأن الإطار النظري لهذا الفصل يعزز من فكرة أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم الوسائل التي تساعد في توفير التمويل اللازم للتنمية من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتوفير التمويل للجهات المختلفة سواء الشركات الخاصة أو الجهات الحكومية.

الفصل الرابع

سوق فلسطين للأوراق المالية

مقدمة

أولاً: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية

ثانياً: أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية

ثالثاً: الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

رابعاً: الشركات الأعضاء (الوساطة)

خامساً: مؤشر القدس

سادساً: الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمل السوق

سابعاً: أهم تطورات متغيرات السوق منذ انطلاقتها وحتى العام 2011 م

ثامناً: مؤشرات حجم السوق

تاسعاً: مؤشرات سيولة السوق

عاشراً: تطور نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي

أحد عشر: المشكلات والعقبات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية

ملخص الفصل الرابع

مقدمة:

منذ تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية عام 1995م وبداية التداول في العام 1997 م تمكنت بورصة فلسطين من تحقيق إنجازات مهمة رغم الصعوبات والأحداث الكثيرة التي مرت بها حيث زاد عدد الشركات المدرجة وعدد جلسات التداول وارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة وتطورت الأنظمة والقوانين المنظمة لعمل السوق ومنذ نشأتها سعت البورصة إلى اقتناء أحدث التكنولوجيا لضمان أقصى درجات النزاهة والشفافية وحماية المستثمرين، وبحلول العام 2010 م تحولت بورصة فلسطين من شركة مساهمة خاصة إلى شركة مساهمة عامة وأصبح الإسم التجاري لها "بورصة فلسطين" وبشعار "فلسطين الفرص".

استطاعت بورصة فلسطين إثبات حضورها وتعزيزه بين نظيراتها الإقليمية والدولية ففي تصنيف عالمي لعام 2009م تمكنت من الحصول على المركز الثاني عربياً والثالث والثلاثين عالمياً في توفير حماية المستثمرين وبرغم الأزمات العالمية وثورات الربيع العربي وحالة الانقسام الفلسطيني والوضع السياسي والاقتصادي الصعب الناتج عن الممارسات الإسرائيلية وحصار قطاع غزة إلا أن بورصة فلسطين كانت متماسكة ومحافظه على أدائها مقارنة بكثير من الأسواق التي شهدت تراجعاً حاداً فلقد تراجع مؤشر القدس في العام 2011م بمقدار 12.67 نقطة فقط أي ما نسبته 2.59% وهي أدنى نسبة انخفاض مقارنة مع البورصات العربية التي تراجعت مؤشراتهما، كما نجحت البورصة في إدراج 7 شركات ليصل عدد الشركات المدرجة بنهاية 2011 إلى 46 شركة بقيمة سوقية بلغت حوالي 2.78 مليار دولار، وتراوح العائد على الاستثمار في بورصة فلسطين في السنين الخمس الماضية ما بين 5-7%، وبالرغم من الإنجازات التي حققتها البورصة في جوانب متعددة إلا أنها ما زالت تعاني من مشاكل عديدة تحتاج لمعالجتها وذلك لتحسين أدائها وتحقيق أهدافها وفي هذا الفصل نحاول إلقاء الضوء على سوق فلسطين للأوراق المالية من حيث نشأته وأهدافه والشركات المدرجة وأهم المشكلات والعقبات التي تواجه السوق.

أولاً: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين) من خلال مبادرة قامت بها شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) في العام 1995 م.

قامت باديكو بتقديم دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وبموجبها حصلت على موافقة السلطة الفلسطينية بتاريخ 19 يوليو 1995 م للمباشرة بإنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة في نابلس وبتاريخ 7 نوفمبر لسنة 1996 م تم توقيع إتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية

الفلسطينية، وبدأ التداول الفعلي بتاريخ 18 من فبراير لسنة 1997 م بواقع جلستين أسبوعياً. (بورصة فلسطين، www.pex.ps, 17/12/2012).

استمرت رقابة وزارة المالية على سوق فلسطين للأوراق المالية إلى حيث تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في العام 2005 م وقامت الهيئة بالدور الرقابي والإشرافي حيث تعمل البورصة تحت إشراف الهيئة ووفقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 م وتوسعى البورصة من خلال حزمة من القوانين والأنظمة الحديثة إلى توفير سبل الحماية والتداول الآمن. تحولت السوق إلى شركة مساهمة عامة في مطلع فبراير 2010 م، وفي أيلول 2010 أطلقت السوق هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" (www.pex.ps, 17/12/2012).

ثانياً: أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية

تسعى سوق فلسطين للأوراق المالية للتميز إقليمياً وعربياً وتقديم خدمات متميزة ومتجددة، انطلاقاً من رسالتها في توفير سوق تتسم بالعدالة والشفافية وتقديم أفضل الخدمات للمستثمرين والتفاعل مع المؤسسات المختلفة ذات العلاقة بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وتعزيز المناخ المناسب لجذب الاستثمارات.

وتسعى بورصة فلسطين لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- أ- تعزيز ثقافة الاستثمار وتقوية العلاقات بالمؤسسات المحلية والدولية.
- ب- جذب استثمار فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- ج- توفير بيئة آمنة ومناسبة للتداول تتمثل في تطبيق قواعد الحوكمة والعدالة والشفافية والكفاءة.
- د- العمل على تشجيع الشركات بإدراج أسهمها في البورصة وتوفير أدوات مالية جديدة.
- هـ- تطوير الكوادر البشرية ومواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق العالمية لتوفير بيئة عمل مهنية (بورصة فلسطين، www.pex.ps, 17/12/2012).

ثالثاً: الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

سعت سوق فلسطين للأوراق المالية منذ تأسيسها إلى تشجيع الشركات على إدراج أسهمها في السوق ولقد زاد عدد الشركات المدرجة منذ تأسيس السوق من 18 شركة عام 1997 م ليصل إلى 25 شركة عام 2000 م ومن ثم إلى 35 شركة عام 2007 م وتواصلت عملية إدراج الشركات لأسهمها ليصل عدد الشركات المدرجة بنهاية العام 2011 م إلى 46 شركة بقيمة سوقية حوالي 2.78 مليار دولار أمريكي وبتاريخ 3 يوليو لسنة 2012 م بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 48 شركة بقيمة

سوقية حوالي 2.8 مليار دولار (بورصة فلسطين، www.pex.ps)، والشركات موزعة على خمسة قطاعات اقتصادية هي: البنوك والخدمات المالية، التأمين، الصناعة، الاستثمار، الخدمات.

جدول (4-1) القطاعات الاقتصادية الخمسة لبورصة فلسطين والشركات التي يتضمنها كل قطاع بنهاية عام 2011 م .

قطاع الصناعة	قطاع البنوك والخدمات المالية
العربية لصناعة الدهانات	البنك الإسلامي العربي
دواجن فلسطين	بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة
بيرزيت للأدوية	بنك فلسطين
مصنع الشرق للإلكترونيات	البنك الإسلامي الفلسطيني
مطاحن القمح الذهبي	البنك التجاري الفلسطيني
سجاير القدس	بنك الاستثمار الفلسطيني
القدس للمستحضرات الطبية	فلسطين لتمويل الرهن العقاري
فلسطين لصناعة اللدائن	بنك القدس
الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات	قطاع الاستثمار
الوطنية لصناعة الكرتون	العقارية التجارية للاستثمار
مصانع الزيوت النباتية	المستثمرون العرب
قطاع الخدمات	القدس للاستثمارات العقارية
أبراج الوطنية	فلسطين للتنمية والاستثمار
المؤسسة العربية للفنادق	الفلسطينية للاستثمار والإئتماء
المؤسسة العقارية العربية	فلسطين للاستثمار الصناعي
جلوبال كوم للاتصالات	فلسطين للاستثمار العقاري
جراند بارك للفنادق والاستجمام	الاتحاد للأعمار والاستثمار
مركز نابلس الجراحي التخصصي	قطاع التأمين
الاتصالات الفلسطينية	المجموعة الأهلية للتأمين
الفلسطينية للكهرباء	العالمية المتحدة للتأمين
العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	المشرق للتأمين
مصايف رام الله	التأمين الوطنية
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	فلسطين للتأمين
موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	التكافل الفلسطينية للتأمين
	ترست العالمية للتأمين

المصدر: بورصة فلسطين، دليل الشركات، 2011 م.

من خلال الأرقام والإحصاءات الواردة في دليل الشركات لسنة 2011 الصادر عن بورصة فلسطين يتضح لنا الآتي:

- 1- يعتبر قطاع الخدمات هو الأول من حيث قيمة الأسهم المتداولة في العام 2011م حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 163 مليون دولار ونسبتها 44.57% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع 1465 مليون دولار ونسبتها 52.66% من إجمالي القيمة السوقية.
- 2- يأتي قطاع الاستثمار في المرتبة الثانية من حيث قيمة الأسهم المتداولة حيث بلغت 98 مليون دولار ونسبتها 26.88% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة.
- وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع 400 مليون دولار ونسبتها 14.33% من إجمالي القيمة السوقية.
- 3- يأتي قطاع البنوك والخدمات المالية في المرتبة الثالثة من حيث قيمة الأسهم المتداولة حيث بلغت 69 مليون دولار ونسبتها 18.75% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة للعام 2011م .
- وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع 591 مليون دولار ونسبتها 21.25% من إجمالي القيمة السوقية.
- 4- يأتي قطاع الصناعة في المرتبة الرابعة من حيث قيمة الأسهم المتداولة حيث بلغت حوالي 28 مليون دولار ونسبتها 7.76% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة.
- وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع 226 مليون دولار ونسبتها 8.13% من إجمالي القيمة السوقية.
- 5- يأتي قطاع التأمين في المرتبة الخامسة والأخيرة من حيث قيمة الأسهم المتداولة حيث بلغت حوالي 7 مليون دولار ونسبتها 2.04% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة وبلغت القيمة السوقية لهذا القطاع حوالي 101 مليون دولار ونسبتها 3.64% من إجمالي القيمة السوقية.

رابعاً: الشركات الأعضاء (الوساطة)

شركات الوساطة العاملة في البورصة

بلغ عدد شركات الوساطة المالية العاملة في سوق فلسطين بنهاية عام 2011م تسعة شركات بعد أن كان العدد 10 شركات وذلك نتيجة اندماج كلاً من شركتي الهدف للاستثمار والأوراق المالية وشركة الأردن وفلسطين للاستثمارات المالية لتشكلا شركة الهدف الأردن فلسطين للأوراق المالية.

وفيما يلي أسماء شركات الوساطة العاملة بالبورصة الفلسطينية:

- 1- الوساطة للأوراق المالية
- 2- سهم للاستثمار والأوراق المالية
- 3- لوتس للاستثمارات المالية
- 4- الهدف الأردن فلسطين للأوراق المالية
- 5- العربي جروب للاستثمار

6- الوطنية للأوراق المالية

7- النورس للاستثمارات المالية

8- العالمية للأوراق المالية

9- المتحدة للأوراق المالية

خامساً: مؤشر القدس

يعطى مؤشر السوق فكرة عامة عن إتجاه السوق والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة ويمثل مقياساً يتعرف من خلاله المستثمر على نبض السوق.

في العام 1997 اعتمدت سوق فلسطين للأوراق المالية رقماً لقياس أسعار الأسهم وتحديد الإتجاه العام عرف باسم مؤشر القدس وهو مرجح بالقيمة السوقية للشركات ويقوم على أساس احتساب التغيير في أسعار الأسهم للشركات الداخلة فيه مرجحاً بالوزن النسبي لها والذي يتناسب مع حصصها من القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة.

ويدخل في احتساب قيمة المؤشر شركات تمثل القطاعات الاقتصادية المختلفة ويتم كل عام مراجعة عينة المؤشر وتعديلها إن لزم الأمر ومن الضوابط والقواعد المحددة لإدراج الشركة في عينة المؤشر مدى نشاط الشركة وحجم التداول عليها.

في نهاية عام 2011 تم تعديل عينة المؤشر ورفع عددها من 12 شركة إلى 15 شركة تمثل حوالي 83% من القيمة السوقية للشركات المدرجة وتم اعتماد محددات جديدة لاختيار العينة تتمثل في استبعاد جميع الشركات الموقوفة واستبعاد الشركات التي لم يمضى على تداولها أكثر من 6 أشهر، واستبعاد جميع الشركات التي تقل نسبة عدد أيام تداولها عن 50% من إجمالي عدد جلسات التداول، استبعاد الشركات التي تقل قيمتها السوقية عن 15 مليون دولار.

وخلال الفترة (1997-2000م) كانت نسبة النمو في مؤشر القدس 49.2% حيث ارتفع من 139.13 نقطة إلى 207.62 نقطة، بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005م) ارتفع المؤشر بنسبة 443.5% حيث ارتفع من 207.60 إلى 1128.59 نقطة (نصار، 2006، ص 90).

وفي الفترة ما بين (2005-2011م) انخفض مؤشر القدس بنسبة 577.41% ليهبط المؤشر من 1128.59 نقطة إلى 476.93 نقطة وذلك بفعل حركات التصحيح التي حدثت والأزمات المالية وبفعل العمليات العسكرية الإسرائيلية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي.

جدول (4-2) الشركات الداخلة في عينة مؤشر القدس لعام 2012م

القطاع	اسم الشركة
الاستثمار	<ul style="list-style-type: none"> • فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) • فلسطين للاستثمار الصناعي • فلسطين للاستثمار العقاري • الاتحاد للأعمار والاستثمار
البنوك والخدمات المالية	<ul style="list-style-type: none"> • البنك الإسلامي العربي • بنك فلسطين • البنك الإسلامي الفلسطيني • بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة
التأمين	<ul style="list-style-type: none"> • المجموعة الأهلية للتأمين
الخدمات	<ul style="list-style-type: none"> • الاتصالات الفلسطينية • الفلسطينية للكهرباء • موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات
الصناعة	<ul style="list-style-type: none"> • بيرزيت للأدوية • سجابر القدس • مطاحن القمح الذهبي

المصدر: بورصة فلسطين، التقرير السنوي، 2011 م.

سادساً: الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمل السوق

تسعى معظم الأسواق العالمية وفقاً للمعايير الدولية وتوصيات المنظمة الدولية لاتحاد البورصات إلى الفصل بين الوظيفة الرقابية والوظيفة التنفيذية وذلك لتحقيق العدل وتكافؤ الفرص وتوفير بيئة مواتية للاستثمار.

وفي هذا الإطار شهد الإطار التشريعي والقانوني المنظم لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية تطورات مهمة في السنين الماضية فبعد أن كان العمل في السوق يتم وفقاً إلى اتفاقية التشغيل بين السوق والسلطة الوطنية الفلسطينية ممثلة بوزارة المالية تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 وقانون هيئة رأس المال رقم (13) لسنة 2004 م والذي بموجبه تم إنشاء هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في العام 2005 م.

ووفقاً ل (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008) تنقسم الهيكلية القانونية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام وهي القوانين، والأنظمة، التعليمات.

1- القوانين المنظمة لعمل السوق وهي:

- 1- قانون هيئة سوق رأس المال رقم 13 لسنة 2004 م وهو قانون تنظيمي يحدد القطاعات الخاضعة لرقابة وإشراف هيئة سوق رأس المال ويحدد مجموعة من المهام والصلاحيات التي تقوم من خلالها الهيئة بدورها الرقابي والإشرافي وتعزيز مفهوم الفصل بين الدور الرقابي والتنفيذي.
- 2- قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 م : ويتضمن القانون مجموعة من القواعد التي تنظم وتحدد صلاحيات الأطراف ذات العلاقة بالسوق، وتنظيم عملية طرح وإصدار أوراق مالية جديدة وتنظيم عمل شركات الوساطة، وتطرق القانون إلى مسألة استغلال المعلومات الجوهرية غير المنشورة وتضمن مجموعة من العقوبات والغرامات التي يمكن تطبيقها.
- 3- قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964 المعمول به في الضفة الغربية.
- 4- قانون الشركات لسنة 1929 المعمول به في قطاع غزة.
- 5- قانون مكافحة غسل الأموال.
- 6- قانون تشجيع الاستثمار رقم 1 لسنة 1998 م.
- 7- قانون التحكيم رقم 3 لسنة 2000 م.

ب- الأنظمة المعمول بها في السوق

- 1- نظام العضوية: وهو عبارة عن مجموعة من الأحكام والقواعد التي تنظم عمل شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق وتحدد شروط العضوية في السوق وعلاقة الشركة العضو بالسوق ومجموعة من الالتزامات العامة للشركة العضو ويضم النظام مواد تتعلق بالمحافظة على سرية التعامل ورعاية مصالح العملاء وإنهاء العضوية وتعليقها.
- 2- نظام تداول الأوراق المالية: عبارة عن مجموعة من الأحكام والقواعد التي تنظم النشاطات المتعلقة بتداول وتحويل الأوراق المالية بالإضافة إلى مجموعة من الإجراءات الإدارية والتنظيمية التي تتعلق بجلسات التداول وإدارة شؤون العملاء وأنواع الحسابات وأوراق البيع والشراء وإجراءات التداول والتسوية.
- 3- نظام فض المنازعات: مجموعة من الأحكام والقواعد تتعلق بالمنازعات والخلافات التي قد تحدث في السوق وتحدد هذه القواعد المواضيع التي يحق تقديم شكوى فيها للسوق واحالتها إلى لجنة ضبط المخالفات كما يحدد النظام مجموعة من القواعد المتعلقة بلجنة ضبط المخالفات وعمليات التحكيم والغرامات.
- 4- نظام الإفصاح: عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام تتعلق بعملية إفصاح الشركات عن بياناتها والأحداث الجوهرية التي تمر بها وإفصاح الأشخاص المطلعين والأطراف ذوي العلاقة كما يشمل النظام مواد تتعلق بإفصاح السوق.

5- نظام الإدراج: عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تنظم عملية إدراج الشركات المساهمة العامة في السوق المالي وتحديد واجباتها والتزاماتها كما يحدد النظام الأوراق المالية التي يتم إدراجها في السوق الأولى أو الثانوي عند توفر الشروط المحددة في هذا النظام وتشمل الأوراق المالية التالية:

- أسهم الشركات العامة الفلسطينية أو الأجنبية.
- سندات القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية أو الأجنبية.
- السندات طويلة وقصيرة الأجل الصادرة عن الحكومة الفلسطينية أو حكومة أجنبية أو إحدى المؤسسات العامة.
- الوحدات الاستثمارية أو الأوراق المالية المصدرة من قبل صناديق الاستثمار.
- المشتقات المالية وتشمل الأسهم والسندات القابلة للتحويل.
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية وعقود خيار الشراء وعقود خيار البيع المتعلقة بأوراق مالية مدرجة لدى السوق.

✓ شروط الإدراج

وفقاً لنظام الإدراج المعمول به فإنه يجب على كل شركة مساهمة عامة أن تتقدم بطلب للسوق لإدراج أوراقها المالية ويكون للسوق الحق في قبول هذا الطلب أو رفضه أو تأجيل النظر فيه. ووفقاً للمادة الخامسة من نظام الإدراج تكون شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في السوق الأولى على النحو التالي:

- أ- أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن (2,000,000) مليوني دينار أردني وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
- ب- أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (150) مائة وخمسين مساهماً يملك كل منهم وحدة تداول أو أكثر.
- ج- أن لا تقل حصة الجمهور في الشركة عن 25% من رأس المال المكتتب به عند طرح الأسهم للاكتتاب العام.
- د- أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن (100,000) مائة ألف سهم.
- هـ- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً وقد نشرت بياناتها وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل وتكون حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة عن العام الذي سبق تقديم طلب الإدراج بنسبة لا تقل عن 5% من رأس المال المدفوع أما الشركة حديثة التأسيس عليها توفير دراسة جدوى للسنتين القادمتين.

و- أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة للشركة مره واحده على الأقل في السنة أو تتعهد الشركة بذلك.

ي- تمتع أعضاء مجلس إدارة الشركة بالخبرة في مجال العمل وتتعاقد الشركة مع مستشار متخصص في مجال نشاطها.

ووفقاً للمادة السادسة من نظام الأدرج تكون شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في السوق الثانية كما يلي:

- أ- أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به مدفوعاً بالكامل.
- ب- أن يطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن 25% من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها.
- ج- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية وفق معايير المحاسبة الدولية لمدة سنة مالية واحدة على الأقل وأن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية قبل السماح لها بتداول أسهمها أما بخصوص الشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى اقتصادية.
- د- أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة في السنة على الأقل أو تتعهد بذلك.

ه- أن لا يقل عدد المساهمين عن (50) خمسين مساهماً.
أما بخصوص إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة غير الفلسطينية فتتطبق عليها نفس شروط إدراج الشركات الفلسطينية مع مراعاة بعض الشروط منها:

- أ- أن تكون العملة الصادرة بها الأسهم لها أسعار صرف لدى سلطة النقد الفلسطينية.
- ب- أن يكون للشركة الأجنبية المصدرة لهذه الأسهم ممثل قانوني أو فرع مسجل.
- ج- أن يكون قد مضى سنتان على إدراج أسهمها في الدولة الأجنبية.
- د- أن لا يوجد قيود مطلقة بشأن حظر انتقال ملكية السهم بين المتعاملين من غير مواطني الدولة الأجنبية.
- ه- أن تحصل على الموافقة المسبقة للهيئة.

ج- التعليمات

ويقصد بها مجموعة التعليمات الصادرة المنظمة لعمل السوق بحيث لا تتعارض مع القوانين والأنظمة السارية ومنها على سبيل المثال تعليمات ترخيص شركات الوساطة.
سابعاً: أهم تطورات متغيرات السوق منذ انطلاقة ولغاية العام 2011 م.

شهد سوق فلسطين منذ نشأته عام 1997 تطورات ملموسة في متغيرات عديدة نذكر منها:

1- جلسات التداول

شهدت جلسات التداول ازدياداً واضحاً منذ انطلاقة السوق وحتى نهاية سنة 2011م فبعد أن كان عدد

جلسات التداول جلستين أسبوعياً عند بداية السوق سنة 1997م بمجموع كلى 66 جلسة وصل عدد جلسات التداول إلى خمس جلسات أسبوعياً بمجموع كلى إلى 248 جلسة بنهاية 2011 م.
2- القيمة السوقية

جدول (3-4) القيمة السوقية للشركات المدرجة بالدولار في نهاية الأعوام من (1997-2011) بالدولار الأمريكي.

السنة	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي	السنة	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي
1997	529,057,368	0	2005	4,456,182,377	306%
1998	587,876,243	11%	2006	2,728,811,088	39%-
1999	848,935,775	44%	2007	2,474,679,018	9%-
2000	766,018,025	9%-	2008	2,123,057,098	14,21%-
2001	722,631,785	5%-	2009	2,375,366,531	11,88%
2002	576,593,466	20%-	2010	2,449,901,545	3,14%
2003	650,468,928	13%	2011	2,782,469,900	13,57%
2004	1,096,525,380	69%			

المصدر: من 1997-2007م: (زعر، حمدي، سوق فلسطين والأزمة المالية، 2008).
من 2008-2011م: (التقارير السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين).

نلاحظ من الجدول (3-4) ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة من حوالي 529 مليون دولار بنهاية عام 1997م لتصل الى ما يقرب من 849 مليون دولار عام 1999 وما لبثت أن تراجعت هذه القيمة خلال الفترة (2000-2002) نتيجة اندلاع انتفاضة الأقصى وما رافقها من أحداث، وسجل السوق أعلى قيمة له بنهاية عام 2005م نتيجة الهدوء النسبي للأوضاع الأمنية والسياسية ونظرة التفاؤل لأداء الشركات وانعكاسها على الأسعار وذلك إبان الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة بالإضافة إلى الطفرات في الأسواق العالمية لتبلغ القيمة السوقية ما يقرب من 4457 مليون ذلك العام، ولقد سجلت القيمة السوقية تراجعاً حاداً بنهاية عام 2006 نتيجة لحركات التصحيح الكبيرة بعد الارتفاعات الحادة ونتيجة للأحداث التي رافقت فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية مطلع العام 2006 وفرض حصار على الأراضي الفلسطينية وعدم مقدرة السلطة على دفع الرواتب لفترة طويلة واستمر التراجع لنهاية عام 2008 نتيجة لحدوث الانقسام الفلسطيني وما تبعها من حرب إسرائيلية على قطاع غزة وبدأت القيمة السوقية بالارتفاع ابتداءً من العام 2009 متأثرة بإدراج شركات جديدة في السوق إلى أن وصلت إلى حوالي 2782 مليون دولار بنهاية عام 2011 م.

3- قيمة الأسهم المتداولة

جدول (4-4) قيمة الأسهم المتداولة بالدولار في نهاية الأعوام من (1997-2011)

السنة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة التغير	السنة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	25,158,471	0	2005	2,096,178,223	946%
1998	68,642,344	172%	2006	1,067,367,951	49%-
1999	150,243,919	118%	2007	813,469,091	24%-
2000	188,982,443	26%	2008	1,185,204,211	45,70%
2001	74,528,351	61%-	2009	500,393,398	57,78%-
2002	45,084,654	40%-	2010	451,208,528	9,83%-
2003	58,326,445	29%	2011	365,648,216	18.96%-
2004	200,556,709	243%			

المصدر: من 1997-2007م: (زعر، حمدي، سوق فلسطين والأزمة المالية، 2008).
من 2000-2011م: (التقارير السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين).

نلاحظ من الجدول (4-4) ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة من حوالي 25 مليون دولار عام 1997 م لتصل إلى حوالي 189 مليون دولار بنهاية عام 2002 وما لبثت أن تراجعت هذه القيمة خلال الفترة (2001-2002) نتيجة اندلاع انتفاضة الأقصى وما رافقها من أحداث، وعاد السوق ليسجل أعلى قيمة تداول له عام 2005 م لتسجيل 2096 مليون دولار تقريباً مستفيداً من حالة الهدوء النسبي ونتائج الشركات الجيدة وحالة التفاؤل بعيد الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة، ثم تراجعت قيمة الأسهم المتداولة خلال العام 2006 والعام 2007 نتيجة فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية مطلع 2006 وفرض حصار على قطاع غزة وعدم مقدرة السلطة على دفع الرواتب لفترة طويلة ومن ثم حدوث الانقسام الفلسطيني والأزمة المالية العالمية وعادت قيم التداول للارتفاع خلال العام 2008 نتيجة النشاط الملحوظ على أسهم الاتصالات الفلسطينية وبأديكو ثم عادت قيم التداول للتراجع واستمر هذا التراجع إلى أن وصلت قيمة التداول ما يقرب من 365.6 مليون دولار بنهاية العام 2011 م.

4- عدد الأسهم المتداولة

جدول (4-5) عدد الأسهم المتداولة في نهاية الأعوام من (1997-2011م).

السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير	السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	10,000,276	0	2005	369,567,295	257%
1998	16,782,498	68%	2006	222,689,351	-40%
1999	68,892,607	311%	2007	299,422,814	34%
2000	93,351,075	36%	2008	339,168,807	13,27%
2001	33,456,535	-64%	2009	238,877,373	-29,57%
2002	18,666,938	-44%	2010	230,516,370	-3,50%
2003	40,350,788	116%	2011	184,544,375	-19,94%
2004	103,642,845	157%			

المصادر: من 1997-2007: (علاوة، 2008، ص11)

من 2008-2011: (التقارير السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين)

نلاحظ من الجدول (4-5) بلوغ عدد الأسهم المتداولة عام 1997م حوالي 10 مليون سهم وارتفع العدد ليبلغ حوالي 369.5 مليون سهم عام 2005 م نتيجة الهدوء النسبي على الصعيدين السياسي والأمني والتوقعات المتفائلة إزاء الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة بالإضافة إلى النتائج الجيدة للشركات المدرجة كما كان للطفرات العالمية الكبيرة تأثيراً واضحاً ومُحفزاً كبيراً، ثم تراجع عدد الأسهم المتداولة ابتداءً من العام 2006 لتسجل حوالي 222.6 مليون سهم وتحسن العدد ليصل إلى حوالي 339 مليون سهم بنهاية العام 2008 نتيجة النشاط الملحوظ على أسهم الاتصالات الفلسطينية وباديكو ثم ما لبث أن تراجع العدد واستمر بالتراجع ليسجل عدد الأسهم المتداولة بنهاية عام 2011 حوالي 184.5 مليون سهم.

5- عدد الصفقات

بلغ عدد الصفقات عام 1997 م حوالي 1957 صفقة وارتفع العدد ليصل ذروته عام 2005 م بمقدار 166,807 صفقه ثم تراجع ليصل العدد عام 2011 م مقدار 61,928 صفقة.

6- مؤشر القدس

جدول (4-6) قيمة مؤشر القدس في نهاية الأعوام من (1997-2011).

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
قيمة المؤشر	139.13	154.98	236.76	207.62	195.00	151.16	179.81	277.56
التغير السنوي	%0.00	%11	%53	%12-	%6-	%22-	%19	%54
السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
قيمة المؤشر	1128.59	605	527.26	441.66	493	489.60	476.93	
التغير السنوي	%307	%46-	%13-	%16.23-	%11.62	%0.60-	%2.59-	

المصدر: من 1997-2007م: (زعر، حمدي، سوق فلسطين والأزمة المالية، 2008).
من 2000-2011م: التقارير السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين.

نلاحظ من الجدول (4-6) بأن مؤشر القدس أغلق في نهاية عام 1998 م على 154.98 نقطه وبارتفاع 11% عن عام 1997 وسجل المؤشر أعلى قيمة له بنهاية عام 2005 م عند 1128.59 نقطه مستفيداً من حالة الهدوء وأداء الشركات الجيد والتوقعات المتفائلة إزاء الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة، وتراجع المؤشر بشكل حاد خلال العام 2006م نتيجة الحركات التصحيحية بعد الارتفاعات الكبيرة والتي ترافقت مع أحداث عدة أثرت بالسلب على المؤشر ومنها الحصار الإسرائيلي الذي فرض على السلطة الفلسطينية عقب فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية ومن ثم الانقسام الفلسطيني والأزمة المالية العالمية تبعها الحرب الإسرائيلية على غزة وتواصل تراجع المؤشر ليسجل بنهاية العام 2011م حوالي 476.93 نقطة.

ومن خلال مراجعتنا للإحصائيات نلاحظ تحسن مؤشرات السوق في الفترة (1997-1999) وإنخفاض الأرقام في الفترة ما بين (2000-2002م) نتيجة إندلاع انتفاضة الأقصى وما تبعها من حصار وإغلاق ونلاحظ الارتفاعات الملفتة للقيم في العام 2005م نتيجة الهدوء النسبي على الصعيدين السياسي والأمني والانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة بالإضافة إلى النتائج الجيدة للشركات المدرجة كما كان للطفرات العالمية الكبيرة تأثيراً واضحاً ومحفزاً كبيراً.

عادت بعد ذلك القيم والمؤشرات للانخفاض في الأعوام ابتداء من العام 2006 وذلك نتيجة لحركة التصحيح التي أعقبت الارتفاعات الكبيرة عام 2005 بالإضافة لمجموعة من الأحداث التي أعقبت فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية مطلع 2006 وفرض حصار على قطاع غزة وعدم

مقدرة السلطة على دفع الرواتب لفترة طويلة والأزمة المالية العالمية ومن ثم حدوث الانقسام الفلسطيني تبع ذلك الحرب الإسرائيلية على غزة وسيطرة حالة من عدم الاستقرار.

ورغم استمرار حالة الجمود السياسي وغياب أفق الحل السياسي واستمرار الانقسام الداخلي والأحداث العالمية وثورات الربيع العربي إلا أن بورصة فلسطين استطاعت الصمود خلال السنوات الثلاث الأخيرة مقارنة بكثير من أسواق المنطقة.

ثامناً: مؤشرات حجم السوق

تعتبر مؤشرات حجم السوق من أهم المؤشرات الدالة على مدى تطور سوق الأوراق المالية ويعكس اتساع السوق قدرة السوق على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات بما يسهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

ومن أهم مؤشرات حجم السوق:

1. معدل الرسملة السوقية

يمكن تعريف معدل الرسملة السوقية بأنه إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق في فترة معينة مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي في نفس الفترة.

"ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يسهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي وتقدير حجم الأسواق المالية في مختلف الدول بإستعمال معدل الرسملة السوقية يعطي فكرة أكثر دلالة على تطور هذه الأسواق، إذ أنه قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً دون أن يعني ذلك بالضرورة اتساع حجمها، وذلك إذا كانت هذه الشركات صغيرة الحجم من حيث القيمة السوقية (مزاھدية، 2006، ص135).

ويعكس معدل الرسملة السوقية حجم سوق الأوراق المالية مقارنة مع الاقتصاد الكلي ودرجة تطوره فالأسواق المالية الأكثر تطوراً تتمتع بمعدل رسملة سوقية عالية والارتفاع في قيمة معدل الرسملة السوقية قد يكون نتيجة لارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة وبالتالي القيمة السوقية لها انعكاساً للنظرة التفاؤلية للاقتصاد بشكل عام أو أداء الشركات المدرجة ونتائجها الإيجابية وقد يكون نتيجة إدراج المزيد من الشركات لأسهمها في السوق. جدير بالذكر أنه يجب النظر بحذر أحياناً إلى الارتفاعات الكبيرة والسريعة لمعدل الرسملة السوقية لأنها قد تكون نتيجة لنشاط مضاربي ولا تعكس الحالة الحقيقية للسوق.

جدول (4-7) معدل الرسملة السوقية % للفترة ما بين (1997-2011)

السنة	*فلسطين	**الاردن	**اليابان	**مصر	**فرنسا
1997	14.13	6.9	51.3	26.6	47.4
1998	14	73.8	63.8	28.7	67.5
1999	18.72	71.5	102.6	36.2	101.3
2000	18.47	58.4	66.7	28.8	109.1
2001	18.96	70.3	54.1	24.9	87.8
2002	17.47	73.9	53.4	29.7	66.6
2003	17.12	107.5	70.7	32.6	75.7
2004	26.12	161.1	79	48.9	75.8
2005	97.73	299	103.6	88.8	82.3
2006	63.13	197.4	108.5	87	107.7
2007	54.34	240.9	102.2	106.8	107.3
2008	43.52	163.1	66.4	52.7	52.7
2009	45.34	133.8	67.1	47.6	75.3
2010	42.58	116.8	74.7	37.7	75.6
2011	44.01	94.3	60.3	21.2	56.6
المتوسط	35.71	124.6	74.96	46.5	79.25

المصادر: * إعداد الباحث من خلال بيانات جدول إجمالي القيمة السوقية رقم (4-3)

* الجهاز المركزي لإحصاء الفلسطينيين: <http://www.pcbs.gov.ps/site/856/default.aspx>

** بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>

يلاحظ من الجدول (4-7) انخفاض معدل الرسملة السوقية لسوق فلسطين خلال فترة الدراسة (1997-2011) مقارنة بالأسواق الأخرى فلقد بلغ متوسط معدل الرسملة السوقية ما يقرب من 35.71% في مقابل متوسط 124.6% للاردن و74.96% لليابان و46.5% لمصر و79.25% لفرنسا.

ولقد سجل العام 2005 أعلى قيمة لمعدل الرسملة السوقية بلغت 97.73% وهذا يعكس حالة الاستقرار التي كانت سائدة ذلك العام والتوقعات المتفائلة للمستثمرين إبان الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة، الجدير بالذكر أن معدل رسملة الأسواق المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات إلى مجموع ناتجها المحلي بنهاية 2005 وفقاً ل (مزهدية، 2006، ص136) قد بلغ نحو 101.21%

ويلاحظ من الجدول تراجع قيم معدل الرسملة للأسواق بشكل حاد خلال العام 2008 نتيجة للأزمة المالية العالمية وانعكاساتها السلبية على أسواق الأوراق المالية باستثناء سوق فلسطين والذي كانت نسبة التراجع فيه الأقل مقارنة بباقي الأسواق وهذا يعكس عدم التأثر الكبير لسوق فلسطين بالأزمة المالية مقارنة بباقي الأسواق.

ويلاحظ من الجدول ارتفاع معدل رسملة سوق فلسطين من 14.13 % في العام 1997 لتصل إلى 44.01 % في العام 2011 وهذا يعود في جزء كبير منه إلى ازدياد عدد الشركات المدرجة وارتفاع أسعارها وعليه فإنه يجب العمل على زيادة أعداد الشركات المدرجة وتشجيع الشركات التي لم تدرج أسهمها بعد على إدراجها.

2- عدد الشركات المدرجة: يعتبر عدد الشركات المدرجة من المؤشرات الهامة لقياس درجة اتساع السوق فكلما زاد عدد الشركات كلما اتسعت الخيارات المتاحة أمام المستثمرين للاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءةً كما أن زيادة عدد الشركات يساعد المستثمرين على تنويع استثماراتهم والتخفيف من حدة المخاطر.

جدول (4-8) عدد الشركات المدرجة في نهاية الأعوام من (1997-2011).

السنة	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغير السنوي	السنة	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغير السنوي
1997	18	0	2005	28	7%
1998	20	11%	2006	33	18%
1999	21	5%	2007	35	6%
2000	24	14%	2008	37	6%
2001	24	0	2009	39	5,4%
2002	24	0	2010	40	2,5%
2003	24	0	2011	46	15%
2004	26	8%			

المصدر: من (1997-2007م) : (زعرب، حمدي، سوق فلسطين والأزمة المالية، 2008).

من (2008-2011م) : (التقارير السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين).

نلاحظ من الجدول (4-8) بأن العدد ارتفع من 18 شركة مع بداية التداول عام 1997 م ليصل إلى 35 شركة بنهاية عام 2007 م ومن ثم ارتفع ليصل إلى 46 شركة بنهاية سنة 2011 م وهذا يعكس سعي البورصة الدائم نحو تشجيع الشركات على إدراج أسهمها.

تاسعاً: مؤشرات سيولة السوق

يعكس ارتفاع درجة سيولة السوق قدرته على تقليل مخاطر التصريف ويشجع على الدخول في الاستثمارات التي تتسم بطول الأجل وهذا من شأنه توسيع الخيارات أمام المستثمرين مما ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الموارد وعلى النمو الاقتصادي بالتبعية (مزاھدية، 2006، ص 138)، وكلما كانت السوق أكثر سيولة كلما كان باستطاعة المستثمرين بيع الأوراق التي يملكونها بسرعة أكبر وبأسعار مناسبة ويمكن قياس سيولة البورصة من خلال مؤشرين رئيسيين وهما معدل الدوران ومعدل قيمة التداول.

1- معدل الدوران: يمكن تعريف معدل الدوران بأنه إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في فترة زمنية معينة مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المدرجة في نفس الفترة.

جدول (4-9) معدل الدوران % للفترة ما بين (1997-2011).

السنة	*فلسطين	**الاردن	**اليابان	**مصر	**فرنسا
1997	4.76	10	47.2	33.5	63.6
1998	11.68	11.6	106.2	22.2	71
1999	17.7	9.4	123.5	31.6	63.9
2000	24.67	7.7	200.8	36.1	74.1
2001	10.31	16.6	200.6	14.7	82.2
2002	7.82	20	203.4	10.1	87.3
2003	8.97	28.9	88	12.3	95
2004	18.29	36.3	102.1	17.1	97.1
2005	47.04	85	118.8	43	92
2006	39.11	59.5	132.1	54.8	119.6
2007	32.87	49.1	141.6	45.6	131.5
2008	55.83	72.7	153.2	61.9	153.2
2009	21.07	40.3	127.1	60.1	78.8
2010	18.42	30.1	114.5	43	75.3
2011	13.14	13.9	108.9	33.5	84.4
المتوسط	22.11	32.74	131.2	34.6	91.7

المصادر: * إعداد الباحث من خلال بيانات جداول كل من إجمالي القيمة السوقية (3-4) وإجمالي قيم التداول (4-4)

** البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>

يعكس معدل الدوران درجة النشاط في البورصة وانخفاض التكاليف وسرعة التداول ودرجة الإقبال على أسهم الشركات المدرجة ويجب الانتباه إلى أن ارتفاع قيمة معدل الدوران قد يكون عائداً لنشاط المضاربة وليس لأهداف استثمارية.

من خلال الجدول (4-9) نلاحظ انخفاض متوسط معدل الدوران لسوق فلسطين خلال فترة الدراسة (1997-2011) حيث بلغ 22.11% مقارنة بمتوسط 131.2% لليابان و91.7% لفرنسا وهذا يظهر معاناة سوق فلسطين من مشكلة انخفاض السيولة. ويلاحظ انخفاض معدل الدوران للفترة (2001-2003) وهذا يعود للنتائج السلبية التي ترتبت على الإجراءات الإسرائيلية وحالة عدم الإستقرار إبان انتفاضة الأقصى.

ولقد سجل العام 2005 أعلى قيمة لمعدل الدوران بلغت 47.04% وهذا يعكس النشاط على الأسهم المدرجة في السوق نتيجة لحالة الاستقرار التي كانت سائدة والتوقعات المتفائلة للمستثمرين إبان الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة ولقد سجل العام 2008 أعلى قيم لمعدل الدوران نتيجة للأزمة المالية العالمية والتي أدت إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم وارتفاع قيم التداول نتيجة تخوف بعض المستثمرين ورغبته في التخلص من الأسهم التي يحملها ورغبة مستثمرين آخرين تحمل المخاطر وتعديل متوسط أسعار الأسهم التي يحملونها وذلك بشراء كميات جديدة على أسعار منخفضة.

ويلاحظ من الجدول انخفاض معدل الدوران للأسواق العربية (فلسطين، الأردن، مصر) مقارنة بدول متطورة مثل (اليابان وفرنسا).

ووفقاً لإحصائيات الاتحاد الدولي للبورصات فإن معدل الدوران في مجموعة الأسواق المدرجة في الإتحاد الدولي للبورصات قد بلغ 133% بنهاية العام 2011.

2- معدل قيمة التداول

يمكن تعريف معدل قيمة التداول بأنه إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في فترة معينة مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي في تلك الفترة.

ويعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي وإجراء التشخيص الدقيق بشأن السوق المدروسة فإنه غالباً ما يتم الربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول طالما أن السوق قد تكون واسعة قياساً بمعدل الرسملة أو قياساً بعدد الشركات المدرجة، إلا أنها قد تكون مع ذلك غير نشطة من منظور معدل التداول بسبب أن قيمة هذا الأخير متدنية جداً (مزاھدية، 2006، ص ص 138-139).

جدول (4-10) معدل قيمة التداول % للفترة ما بين (1997-2011).

السنة	*فلسطين	**الأردن	**اليابان	**مصر	**فرنسا
1997	0.67	6.9	28.9	7.5	28.3
1998	1.64	8.3	24.2	5.9	40.3
1999	3.31	6.7	41.7	10	54.1
2000	4.56	4.9	56.9	11.1	81.7
2001	1.96	10.4	43.9	4	80.5
2002	1.37	14	39.5	2.9	64.4
2003	1.53	25.6	52.8	4	61.6
2004	4.78	46.7	73.7	7.1	68.9
2005	45.97	189.1	109.3	28.3	71.4
2006	24.69	133.2	143.5	44.2	111
2007	17.86	101.9	149.1	40.7	132.4
2008	24.3	127.5	121.2	42.8	115.3
2009	9.55	57.3	83.3	27.9	52.1
2010	7.84	35.7	78	17	57.6
2011	5.78	13.9	70.9	9.6	53.2
المتوسط	10.39	52.14	74.46	17.5	71.52

المصادر: * إعداد الباحث من خلال بيانات جدول إجمالي حجم التداول رقم (4-4)

* الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني: <http://www.pcbs.gov.ps/site/856/default.aspx>

** بيانات البنك الدولي: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>

من خلال الجدول (4-10) نلاحظ انخفاض متوسط معدل قيمة التداول خلال فترة الدراسة (1997-2011) حيث بلغ 10.39% في فلسطين مقارنة ب 52.14% في الأردن و 74.46% في اليابان و 71.52% في فرنسا.

ويلاحظ انخفاض معدل قيمة التداول في الفترة (2001-2003) وهذا يعود لتأثر السوق بحالة عدم الاستقرار أثناء انتفاضة الأقصى وما رافقها من إجراءات إسرائيلية.

وسجل العام 2005 أعلى قيمة لمعدل قيمة التداول وهذا عكس حالة النشاط في السوق نتيجة حالة الاستقرار والتوقعات المتفائلة بشأن الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة، ويلاحظ أن حالة النشاط في السوق لم تدم طويلاً فلقد تراجع معدل قيمة التداول في العام 2006 عما كان عليه في العام 2005 بنسبة تقترب من 88% وهذا يعود لحالة التدهور التي شهدتها الاقتصاد بعد فوز حركة حماس

في الانتخابات التشريعية وفرض إسرائيل لحصار مالي وسياسي وتوقفها عن تحويل أموال الضرائب الجدير بالذكر أن معدل الدوران يختلف عن معدل قيمة التداول فقد تتمتع أحد الأسواق بمعدل دوران مرتفع إلا أن معدل قيمة التداول لها منخفض ومن خلال الجداول السابقة نلاحظ أن دولة مثل مصر لها متوسط معدل دوران 34.6%، خلال فترة الدراسة الممتدة (1997-2011) وهو أعلى من متوسط معدل الدوران للأردن خلال نفس الفترة والذي بلغ 32.74% إلا أن متوسط معدل التداول لمصر خلال تلك الفترة بلغ 17.5% وهو أقل من متوسط معدل قيمة التداول للأردن والذي بلغ 52.14% خلال نفس الفترة.

من خلال الجداول السابقة يلاحظ تراجع المؤشرات السابقة (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول) للاقتصاد المصري في العام 2011 وذلك نتيجة لأحداث ثورة يناير وأثرها على مؤشرات السوق.

عاشراً: تطور نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي

من خلال هذه النسبة يمكن التعرف هل هناك اتجاه لتفضيل أصحاب المدخرات الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع في البنوك أم إتجاههم لاستثمار تلك المدخرات في الأسواق المالية كما تظهر تلك النسبة حجم الأموال التي يتم توجيهها للاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بحجم الودائع في البنوك وانخفاض هذه النسبة يفرض على القائمين على الأسواق المالية تحدياً يتمثل في البحث عن الوسائل التي يمكن أن تجذب أصحاب المدخرات لسوق الأوراق المالية والعمل على استقطابهم.

جدول (4-11) نسبة إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي حجم الودائع للفترة (1997-2011)

السنة	* قيمة الأسهم المتداولة	** إجمالي الودائع	نسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة/إجمالي الودائع
1997	25,158,471	2090100000	1.20%
1998	68,642,344	2414700000	2.84%
1999	150,243,919	2875100000	5.23%
2000	188,982,443	3506900000	5.39%
2001	74,528,351	3398800000	2.19%
2002	45,084,654	3230100000	1.40%
2003	58,326,445	3624400000	1.61%
2004	200,556,709	3957800000	5.07%
2005	2,096,178,223	4190200000	50.03%
2006	1,067,367,951	4215900000	25.32%
2007	813,469,091	5117700000	15.90%
2008	1,185,204,211	5846900000	20.27%
2009	500,393,398	6296800000	7.95%
2010	451,208,528	6802400000	6.63%
2011	365,648,216	6950400000	5.26%
المتوسط			10.42%

المصادر: * بيانات قيمة الأسهم المتداولة بالرجوع إلى جدول رقم (4-4)

** بيانات إجمالي حجم الودائع في الجهاز المصرفي (الفرا، 2012، ص94)

يتضح من الجدول (4-11) والذي يوضح تطور نسبة إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي حجم الودائع بالجهاز المصرفي الفلسطيني انخفاض هذه النسبة في الفترة (1997-2004) حيث بلغ متوسط هذه النسبة 3.12% وهذا يعني أن هناك فارقاً كبيراً بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار في

سوق الأوراق المالية وحجم الأموال الموجودة كودائع في الجهاز المصرفي وتفضيل الأفراد والمنشآت المختلفة استثمار أموالهم في الأوعية الادخارية للجهاز المصرفي (الأسرج، 2002).

وارتفع متوسط هذه النسبة خلال الفترة (2005-2008) إلى 27.88% وسجل العام 2005 أعلى نسبة وصلت إلى 50.03% مدفوعة بالتوقعات المتفائلة للمستثمرين بتحسين أوضاع الشركات وارتفاع أسعارها بُعيد الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة وما لبثت أن عادت النسبة إلى التراجع خلال العام 2006 واستمر التراجع إلى أن وصلت النسبة 5.26% مع نهاية العام 2011 ويعود هذا التراجع إلى الأوضاع الغير مستقرة التي أعقبت فوز حركة حماس مع مطلع العام 2006 وفرض حصار إسرائيلي على قطاع غزة وعدم تحويل عائدات الضرائب للسلطة مع ما ترتب على ذلك من عجز السلطة عن دفع الرواتب تبع ذلك الانقسام الفلسطيني وما تركه من آثار سلبية على كل نواحي الحياة وزادت الأمور سوءاً بعد الحرب الإسرائيلية على غزة والتي أدت إلى تدهور الأوضاع السياسية والاقتصادية مما دفع أصحاب رؤوس الأموال إلى الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع بدلاً من استثمارها.

ومن خلال الجدول يتضح أن متوسط إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي الودائع لدى الجهاز المصرفي خلال الفترة (1997-2011) بلغت 10.42% وهي نسبة ضئيلة تشير إلى تفضيل المدخرين الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع عن استثمارها في البورصة وهذا يشير إلى أنه يجب بذل المزيد من الجهد لجذب جزء من هذه الودائع وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

أحد عشر: المشكلات والصعوبات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية.

- 1- عدم توافر أدوات استثمارية أخرى غير الأسهم وهذا بدوره يؤثر على قدرة السوق في جذب الاستثمارات وعدم قدرة كل من الشركات والحكومات على تمويل العجز من خلال إصدار سندات.
- 2- انخفاض السيولة نظراً لعدم توفر صانعي السوق Market Makers.
- 3- محدودية عدد الصناديق الاستثمارية الأجنبية بالإضافة إلى انخفاض عدد المستثمرين الأجانب.
- 4- عدم توفر الوعي الاستثماري الكافي لدى الجمهور وغياب الاستقرار السياسي والأمني.
- 5- افتقار السوق للأدوات المالية الحديثة كالخيارات والمشتقات المالية.
- 6- وجود عدد من شركات المساهمة العامة غير مدرجة في السوق.
- 7- تركيز التداول على عدد محدود من الشركات وانخفاض حجم التداول على شركات كثيرة.
- 8- غياب الهيئات الاستشارية أو الكوادر المتخصصة التي لديها القدر الكافي من الخبرة لتقديم النصح للمستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم.

9- انخفاض الربحية لدى الشركات المدرجة باستثناء عدد قليل من الشركات لا يشجع المستثمرين على الدخول للسوق.

10- الانطباع الخاطئ الموجود لدى عدد كبير من الجمهور بأن الاستثمار في البورصة شبيه القمار.

11- وجود عدد كبير من المستثمرين في البورصة غير مؤهلين وقدراتهم وخبراتهم محدودة فخسارة هؤلاء تترك إنطباعات سلبية عند بقية الجمهور.

12- عدم توفر صناديق استثمارية بالشكل الكافي يمكنها أن تتدخل لإنقاذ السوق وقت الأزمات.

(مقابلة مع السيد رمزي خليفة، القائم بأعمال مدير شركة الوساطة للأوراق المالية، غزة، 7/1/2013)

ملخص الفصل الرابع

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من القطاع الخاص عام 1995 وبدأت أول جلسة تداول بتاريخ 18 من فبراير لعام 1997 م وسعت السوق منذ تأسيسها إلى التميز وتقديم أفضل الخدمات وتحقيق مجموعه من الأهداف تتعلق بجذب الاستثمار و توفير البيئة المناسبة وتشجيع الشركات على إدراج أسهمها وارتفعت أعداد الشركات المدرجة لتصل إلى 46 شركة بنهاية عام 2011 م ، وشهد السوق منذ انطلاقة تطورات ملحوظة تتعلق بعدد جلسات التداول حيث ارتفعت من 66 جلسة عام 1997 إلى 248 جلسة عام 2011، القيمة السوقية للشركات ارتفعت من 529 مليون دولار تقريباً عام 1997 إلى 2.78 مليار دولار عام 2011، قيمة الأسهم المتداول ارتفعت من 25 مليون دولار تقريباً في العام 1997 إلى 365.6 مليون دولار عام 2011، عدد الأسهم المتداولة ارتفعت من 10 مليون سهم تقريباً عام 1997 إلى 184.5 مليون سهم عام 2011، وأخيراً عدد الصفقات ارتفعت من 1957 صفقة عام 1997 إلى 61.928 صفقة عام 2011.

ومن خلال الفصل يتبين للباحث بأن سوق فلسطين تعاني العديد من المشكلات والعقبات والتي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها ومنها انخفاض في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بكثير من الدول الأخرى هذا بالإضافة إلى انخفاض قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز المصرفي وهذا يظهر عدم مقدرة السوق على جذب المدخرات بالشكل المطلوب والحاجة إلى العمل على استقطاب مزيد من هذه المدخرات لتنشيط السوق والقيام بالدور المأمول.

الفصل الخامس

التحليل القياسي لدور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

المبحث الأول: منهجية التحليل وصياغة النماذج القياسية

أولاً: صياغة النموذج القياسي.

ثانياً: بيانات النموذج القياسي.

ثالثاً: منهج القياس والأساليب الإحصائية

المبحث الثاني: تحليل النتائج القياسية

أولاً: نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

ثانياً: نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

ثالثاً: نتائج تقدير نماذج الدراسة

رابعاً: تشخيص نموذج الدراسة

المبحث الثالث: مناقشة النتائج وتفسيرها

الفصل الخامس

التحليل القياسي لدور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية

المبحث الأول: منهجية التحليل وصياغة النماذج القياسية
مقدمة:

يقدم الباحث في هذه الفصل الطريقة والمنهجية والأسلوب القياسي الذي تعرض له خلال دراسته والنتائج التي توصل لها من خلال تطبيق الأساليب القياسية على بيانات الدراسة ومن ثم تحليلها إحصائياً وإيجاد التفسيرات والتعليقات الاقتصادية التي تتناسب مع نتائج التحليل القياسي.

حيث يركز المبحث الأول من هذا الفصل على عرض المنهجية القياسية والإحصائية المتبعة في التحليل وذلك من خلال استخدام المناهج والأساليب القياسية الحديثة التي تدرس العلاقات والتأثيرات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية، والتي تتمثل في أساليب تحليل نماذج انحدار السلاسل الزمنية المتكاملة، وذلك من خلال دراسة جذور الوحدة للسلاسل الزمنية لتحديد درجة سكونها (تكاملها) ومن ثم تحليل التكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ومن ثم تقدير هذه العلاقة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كلياً **Fully Modified Ordinary Least Square (FMOLS)**.

وفي المبحث الثاني يعرض الباحث أهم نتائج التحليل الإحصائي والقياسي للمؤشرات الاقتصادية التي تهدف الدراسة لتحليلها، ومن ثم يتم تقدير نموذج انحدار لمتغيرات السلاسل الزمنية قيد الدراسة وذلك بغرض معرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

وأخيراً في المبحث الثالث يقف الباحث على النتائج الإحصائية والقياسية وقفة تحليلية مفصلة يشرح فيها نتائج التحليل القياسي من وجهة نظر النظرية الاقتصادية ويحلل ويفسر ويعطي أسباب منطقية ونظرية للنتائج التي تم التوصل لها إحصائياً.
أولاً: صياغة النموذج القياسي

النموذج المستخدم هو نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلاسل الزمنية قيد الدراسة وقد اشتمل على مجموعة المؤشرات الاقتصادية التي ركزت عليها الدراسة لمعرفة دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وتم صياغة النموذج بشكل مبدئي على النحو الآتي:

$$LRCA_t = F(LMCGDB_t + LTVGDB_t + LTVMC_t + IE_t)$$

RCA: معدل التراكم الرأسمالي.

MCGDB: معدل الرسملة السوقية.

TVMC: معدل الدوران.

TVGDB: معدل قيمة التداول.

IE: متغير وهمي يعبر عن حالة البيئة الاستثمارية حيث:

يأخذ القيمة (0) في الفترة التي يوجد بها استقرار سياسي واقتصادي (1997q1-2000q3) و (2003q1-2005q4).

يأخذ القيمة (1) في الفترة التي لا يوجد فيها استقرار سياسي واقتصادي (2000q4-2002q4) و (2006q1-2011q4).

ثانياً: بيانات النموذج القياسي.

تم جمع البيانات اللازمة عن المتغيرات الاقتصادية المدرجة بالنموذج القياسي من مصادرها الرسمية على شكل بيانات سنوية لبعض المتغيرات والبعض على شكل بيانات ربعية وبعضها الآخر كان يحتوي على جزء بيانات سنوية والجزء الآخر بيانات ربع سنوية خلال الفترة الزمنية (1997-2011)، وهذا يتطلب استخدام بعض الاساليب الإحصائية التقديرية لتوحيد طبيعة الفترة الزمنية لبيانات السلاسل الزمنية، وذلك على النحو الآتي:

استخدام طريقة (Cubic Match Last)

تم استخدام هذه الطريقة لتقسيم البيانات السنوية خلال الفترة الزمنية (1997-2001) لمتغير إجمالي القيمة السوقية لبيانات ربعية، وذلك لأنها الطريقة الأكثر ملاءمةً لبيانات هذا المتغير حيث أن عملية التقسيم تتم بشكل تراكمي لبيانات السلسلة الزمنية لزيادة عدد المشاهدات بتقسيمها لفترات زمنية قصيرة بغرض زيادة عدد المشاهدات السلسلة الزمنية (EViews 7 User's Guide, P120)، وهذا يتناسب مع طبيعة متغير إجمالي القيمة السوقية، وبعد عملية التقسيم تم فقدان أول ثلاث مشاهدات ربع سنوية من بيانات السلسلة الزمنية المقسمة لمتغير إجمالي القيمة السوقية والذي تم استخدامه في حساب متغير معدل الرسملة السوقية.

استخدام طريقة (Quadratic-match sum)

تم استخدام هذه الطريقة لتقسيم البيانات السنوية لمتغير التكوين الرأسمالي خلال الفترة الزمنية (1997-2011)، وذلك بسبب عدم توفر بيانات عن هذا المتغير بشكل ربعي، وكذلك تم تقسيم بيانات الفترة الزمنية السنوية (1997-2001) لمتغير إجمالي قيمة التداول بنفس الطريقة، وذلك باستخدام برنامج (EViews V.7) وبذلك تتوفر البيانات لجميع متغيرات النموذج على شكل بيانات ربع سنوية خلال الفترة الزمنية (1997q1-2011)، ما يعني توفر 57 مشاهدة زمنية.

ثالثاً: منهج القياس والأساليب الإحصائية

اتبع الباحث المنهج الاقتصادي القياسي لقياس وتقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع محل الدراسة معبراً عنها بالصيغة اللوغاريتمية بهدف الحصول على مرونة المتغيرات المستقلة، حيث تم الاستعانة بمجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية والقياسية، والتي تمثلت في: الصيغة اللوغاريتمية (LOG):

تعتبر الصيغة اللوغاريتمية ذات أهمية عالية في تقدير النماذج القياسية وذلك لأنها تعطي المرونة طويلة الأجل للمتغيرات الاقتصادية المستقلة وتأثيرها على المتغير التابع، بالإضافة لأنها تقلل من تشتت البيانات، لذلك تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لجميع متغيرات النموذج، وبذلك تصبح الصيغة النهائية للنموذج المراد تقديرها على النحو التالي:

$$LRCA_t = \beta_0 + \beta_1 LMCGB_t + \beta_2 LTVGDB_t + \beta_3 LTVMC + \beta_4 PS_t + \varepsilon_t$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت في النموذج القياسي.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: معاملات الانحدار المقدرة (المرونة).

ε_t : حد الخطأ العشوائي (البواقي).

1. اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) تستخدم اختبارات جذر الوحدة بهدف التحقق من سكون السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكامل كل سلسلة (درجة سكونها)، حيث يعد شرط السكون شرطاً أساسياً من شروط تحليل السلاسل الزمنية للوصول إلى نتائج سليمة ومنطقية، وتعتبر السلسلة الزمنية ساكنة إذا تحققت فيها الشروط الآتية:

(1) ثبات المتوسط الحسابي للقيم عبر الزمن.

(2) ثبات التباين عبر الزمن.

(3) التباين بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس

على القيمة المطلقة للزمن الذي يجب عنده التباين.

وهناك العديد من الاختبارات والطرق الإحصائية المستخدمة في الكشف عن سكون السلاسل الزمنية، نذكر من هذه الاختبارات ما يلي:

- (1) دالة الارتباط الذاتي (Autocorrelation).
 - (2) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولار (Dickey Fuller – DF).
 - (3) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولار الموسع (Augmented Dickey Fuller – ADF).
 - (4) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار فيليبس برون (Phillips Perron– PP).
- وسيتم تطبيق اختبار ديكي فولار الموسع (ADF) للتأكد من سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، حيث أن هذا الاختبار يعتبر الأكثر استخداماً في مجال الدراسات الاقتصادية القياسية للكشف عن سكون السلاسل الزمنية.

وتتلخص عملية اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) للسلسلة الزمنية بواسطة اختبار ديكي فولار الموسع (ADF)، من خلال إجراء نموذج الانحدار الذاتي الموسع الذي يحتوي على عدد مناسب من حدود الإبطاء للسلسلة الزمنية وذلك على النحو الآتي (حمدان، 2012، ص66):

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta y_{t-i} + u_t$$

حيث m تمثل طول الفجوة الزمنية، y_t تمثل أي سلسلة زمنية يراد اختبار السكون لها و β_1 تمثل الحد الثابت لمعادلة الانحدار الذاتي و t تمثل الاتجاه الزمني، Δ يمثل الفرق الأول للسلسلة الزمنية المدروسة، y_{t-1} تمثل الفترة المتباطئة للسلسلة الزمنية، u_t تمثل الحد العشوائي، ويمكن إجراء الاختبار بوجود الاتجاه الزمني أو عدمه (Gujarati, 2004, p817).

2. اختبارات التكامل المشترك (Co-integration Tests): تستخدم منهجية التكامل المشترك لمعرفة العلاقة التوازنية بين المتغيرات في المدى الطويل والذي يتطلب أن تكون المتغيرات الخاضعة لهذا الاختبار غير مستقرة في مستواها ولكنها تتمتع بنفس درجة الاستقرار أي أنها تصبح ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى أو الثانية.

حيث يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب (Association) بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات في إحداها لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن (عطية، 2005، ص670)، ويتطلب حدوث التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية أن تكون هذه السلاسل متكاملة من الدرجة نفسها كل على حدة بمعنى ان تكون هذه السلاسل ساكنة من نفس الدرجة.

وحسب المعتمد في مجالات التحليل الكمي للمؤشرات الاقتصادية بعد التأكد من سكون كل سلسلة زمنية على حدا، وتحديد درجة تكامل كل سلسلة زمنية، التأكد من وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية معاً، ويقال إن هناك تكامل مشترك بين متغيرين أو أكثر إذا إشتراكا بالاتجاه نفسه، أي إذا كانت لهما علاقة توازنه طويلة الأجل.

وحسب منهج القياس الاقتصادي هناك العديد من طرق اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات المراد دراسة علاقة انحدار بينهما، ومن أشهر هذه الطرق طريقة إنجل وجرانجر (Engle-Granger) وطريقة (Johnson)، حيث تعتبر هذه الطريقة أعم وأشمل الطرق المستخدمة في اختبارات التكامل المشترك ويمكن استخدامها والاعتماد على نتائجها في حالة النماذج البسيطة والمتعددة (عطية، 2005، ص673)، حيث تتمثل فكرة اختبار Johnson في معرفة عدد متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات اعتماداً على إحصاء القيمة العظمى المميزة (Max-Eigen Statistic) وإحصاء الأثر (Trace Statistic) ويتم حسابها وفق المعادلات الآتية:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^g \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

$$\lambda_{trace}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

حيث (r) تمثل عدد متجهات التكامل تحت الفرضية العدمية، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية التي تنص على أن عدد متجهات التكامل المشترك تساوي على الأكثر (r) متجه، ويتم رفض هذه الفرضية مقابل قبول الفرض الذي ينص على أن عدد متجهات التكامل يزيد عن (r) متجه إذا كانت قيمة الإحصاء للقيمة العظمى (λ_{max}) أو قيمة إحصاء الأثر (λ_{trace}) المحسوبتين أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية مفترض (Brooks, 2008, p351)، وفي هذه الدراسة اعتمد الباحث على قيمة إحصاء الأثر لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة.

وعلى الرغم من قوة اختبار (Johnson) للتكامل المشترك واعتباره الأفضل من بين جميع الاختبارات الأخرى إلا أنه يُستفاد منه في تحديد عدد متجهات التكامل المشترك، لكن يصعب تحديد إتجاهات هذه المتجهات، وللتغلب على هذه المشكلة استعان الباحث ببرنامج (Eviews V.7) والذي يقدم ضمن حزمة اختبارات التكامل المشترك اختبار (Engle-Granger) والذي يظهر بشكل واضح فيما إذا كان هناك متجه تكامل يتجه باتجاه كل متغير من متغيرات الدراسة على اعتبار أن المتغير المقصود متغير تابع وباقي المتغيرات الأخرى متغيرات مستقلة.

وتكمن فكرة الاختبار في إجراء انحدار خطي للمتغير التابع على المتغيرات المستقلة ومن ثم الحصول على البواقي الناتجة من هذا الانحدار وإجراء اختبار جذر الوحدة لهذه البواقي فإذا كانت ساكنة في المستوى دل ذلك على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات في الاتجاه المقصود، ولكن إذا لم تكن البواقي ساكنة في المستوى فذلك مؤشر على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات في اتجاه المتغير المحدد، ويستفاد من هذه الطريقة في إعطاء مؤشر للباحث باستمرار عملية التقدير وفق الاتجاه الذي تفترضه النظرية الاقتصادية أو وفق ما يراه الباحث منطقياً وعملياً من منظور إقتصادي بحت.

3. الطريقة المتبعة في تقدير النماذج القياسية: من الطرق شائعة الاستخدام في تقدير معاملات (معاملات) نموذج الانحدار الخطي، طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ومن خصائص هذه الطريقة أنها تعطي أقل مجموع مربعات انحرافات القيم المقدرّة عن القيم المشاهدة للمتغير التابع (عطية، 2005، ص256)، إلا أن هذه الطريقة لها عدة افتراضات أساسية أهمها، التوزيع الطبيعي لحدود الخطأ وعدم ترابطها ذاتياً، وتجانس تباينها، وكذلك عدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة (Gujarati, 2004, PP63-65).

وقد تم تقدير النموذج بشكل مبدئي باستخدام طريقة (OLS) إلا أن النتائج أشارت لعدم دقة التقدير ووجود العديد من المشاكل القياسية التي لم يستطع الباحث التغلب عليها باستخدام طريقة OLS، وبذلك تكون نتائج طريقة (OLS) مضللة لحد كبير فيما لو تم الاعتماد عليها في ظل وجود المشاكل القياسية التي ظهرت في مرحلة تشخيص النموذج المبدئي.

وبناءً على ذلك تم استبعاد نتائج التقدير باستخدام الطريقة السابقة و تم اللجوء لطريقة جديدة في التقدير وهي طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً (FMOLS)، والتي تتمتع بكفاءة عالية في التقدير لا تقل عن كفاءة المربعات الصغرى العادية، حيث تم تطوير هذه الطريقة من قبل (Philips and Hansen, 1990) كتعديل على الطريقة العادية بهدف التخلص من بعض افتراضاتها التي غالباً ما يصعب التغلب عليها باستخدام الطرق التقليدية (Bum and Jeon, 2005).

وما يميز طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً أنها تسمح بوجود ارتباط ذاتي في حدود الخطأ للنموذج المقدر بالإضافة لتداخل المتغيرات ذاتياً (Seung Hyun Hong, Martin) (Wagner,2011)، ولكنها تفترض شرطاً أساسياً لإمكانية استخدامها ألا وهو وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المراد تقدير العلاقة بينها، وبناءً على ذلك تم الاعتماد على طريقة (FMOLS) في تقدير النماذج القياسية للدراسة الحالية.

4. البرامج المستخدمة في تحليل بيانات النموذج القياسي: اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على برنامج التحليل الإحصائي والقياس الاقتصادي (EViews V.7)، كما تم الاستعانة ببرنامج (Microsoft Excel 2010) في إجراء بعض الحسابات على متغيرات الدراسة.

المبحث الثاني: تحليل نتائج النموذج القياسي

يشتمل هذا المبحث على نتائج الأساليب الإحصائية المستخدمة في تقدير النماذج القياسية للدراسة، حيث يحتوي هذا المبحث على نتائج اختبارات السكون واختبارات التكامل المشترك للسلاسل الزمنية، بالإضافة لنتائج تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كلياً (FMOLS).

أولاً: نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

يهدف تحديد درجة تكامل كل سلسلة من السلاسل المراد دراستها، وبناء على الجدول (5-1) والذي يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة للوغاريتم الطبيعي لجميع متغيرات الدراسة باستخدام اختبار ديكي فولار الموسع (ADF).

جدول (5-1) اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المستوى		الفرق الأول	
	t-Statistic	P-value	t-Statistic	P-value
LRCA	0.49	0.9852	-5.51*	0.0000
LMCGDB	-1.43	0.5604	-6.51*	0.0000
LTVGDB	-2.44	0.1363	-8.77*	0.0000
LTVMC	-3.29**	0.0201	-9.37*	0.0000

* معنوية عند مستوى 1%، ** معنوية عند مستوى 5%.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

يتضح لنا من خلال جدول (5-1) باستخدام اختبار (ADF) بوجود حد ثابت فقط، أن جميع السلاسل الزمنية كانت غير ساكنة في مستوياتها اللوغاريتمية عند مستوى دلالة إحصائية 1%، بينما يلاحظ أن جميع السلاسل قد وصلت لمرحلة السكون بعد الفرق الأول للمستويات اللوغاريتمية لكل سلسلة وذلك عند مستوى دلالة 1%، وبذلك نستنتج أن جميع السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ عند مستوى دلالة 1%.

ثانياً: نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

بعدما تم الحصول على نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية المقصودة، وتم تحديد درجة التكامل لكل متغير من متغيرات الدراسة، والاستنتاج بأن جميع السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة عند مستوى دلالة 1%، تم إجراء اختبار Johnson للتكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية المذكورة في مستواها اللوغاريتمي، وذلك بإدخال المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كمتغيرات داخلية ومتغير الأوضاع السياسية كمتغير خارجي، إلا أن برنامج التحليل توقف عن إعطاء نتائج بسبب ظهور مشكلة المصفوفة المنفردة (Near singular matrix) وتشير هذه المشكلة لوجود ارتباط عالي جداً بين المتغيرات المستقلة وبمعنى آخر وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity) ومن خلال فحص معاملات الارتباط البسيطة بين المتغيرات المستقلة في النموذج أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين متغير (معدل قيمة التداول) ومتغير (معدل الدوران) بلغ 0.95 الأمر الذي سبب مشكلة التداخل الخطي المتعدد وعليه توقف البرنامج عن إجراء الاختبار.

وللتغلب على هذه المشكلة في النموذج تم حذف متغير (قيمة التداول) من النموذج، ليصبح نموذج الدراسة على الصيغة الآتية:

$$LRCA_t = F(LMCGDB_t + LTVMC_t + IE_t)$$

بناءً على ما سبق تم إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغير (معدل التراكم الرأسمالي) ومتغير معدل الرسملة السوقية ومتغير معدل الدوران) كمتغيرات داخلية في مستواها اللوغاريتمي بالإضافة لمتغير البيئة الاستثمارية كمتغير خارجي، فكانت النتائج تشير لعدم وجود علاقة تكامل مشترك بينهما، لذلك تم إعادة اختبار التكامل المشترك للفروق الأولى للمستويات اللوغاريتمية لمتغيرات الدراسة والجدول (2-5) يوضح نتائج اختبار Johnson للتكامل المشترك.

جدول (2-5) اختبار Johnson للتكامل المشترك للفروق الأولى لمتغيرات الدراسة

الاحتمال	القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%	إحصائية الأثر	فرضيات عدد متجهات التكامل
0.0000	29.79	91.67	لا شيء*
0.0000	15.49	39.71	على الأكثر 1*
0.0008	3.84	11.29	على الأكثر 2*
يشير اختبار الأثر لوجود ثلاث علاقات للتكامل المشترك عند مستوى معنوية 5%			
*رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5%			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

الجدول (5-2) يوضح نتيجة اختبار Johnson للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة التي تم اعتمادها في النموذج، حيث أن قيمة إحصاء الاثر (λ_{trace}) كانت أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%، عندما وصل الاختبار لاختبار الفرضية العدمية التي تفترض وجود متجهين للتكامل المشترك على الأكثر، وبالتالي تم رفض الفرضية العدمية عند مستوى 5% التي تفترض وجود متجهين للتكامل المشترك وقبول الفرضية البديلة، أي وجود علاقة للتكامل المشترك وعدد متجهات التكامل ثلاثة متجهات، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

من خلال ما تقدم نلاحظ وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وبناءً عليه يمكن تقدير العلاقة طويلة الأجل بين هذه المتغيرات لتحديد تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

ثالثاً: نتائج تقدير نماذج الدراسة

في ضوء ما تقدم عرضه من نتائج اختبار الاستقرار واختبارات التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة تم تقدير النموذج المقترح بادخال المتغيرات الاقتصادية في مستواها اللوغاريتمي وذلك للحصول على مرونة طويلة الأجل للمتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على المتغير التابع، بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً، حيث أشارت نتائج التقدير لوجود معنوية إحصائية لجميع المتغيرات المستقلة في النموذج باستثناء متغير البيئة الاستثمارية، لذا تم حذفه من النموذج وإجراء التقدير مرة أخرى للحصول على النموذج النهائي، والجدول (5-3) يوضح نتيجة تقدير نموذج الدراسة:

جدول (5-3) نتائج تقدير نموذج الدراسة

المتغيرات المستقلة	المعاملات المقدره Coefficients	الخطأ المعياري S.E	قيمة اختبار "t"	القيمة الاحتمالية "P-Value"
Constant	-0.66	0.18	-3.59	0.0000**
LMCGDB	-0.36	0.08	-4.44	0.0009**
LTVMC	0.19	0.06	3.51	0.0007**

R-Square = 0.32 , Adjusted R-square = 0.29

**المتغير دال إحصائياً عند مستوى 5%.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

الجدول (5-3) يوضح نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً، حيث تشير النتائج بالجدول إلى أن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت 29% ويعني ذلك أن المتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج والمتمثلة في (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران) قد

فسرت ما نسبته 29% من التباين في المتغير التابع (معدل التكوين الرأسمالي) والنسبة الباقية البالغة 71% تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى لم تدرج بالنموذج، وفيما يلي النموذج القياسي المتعدد:

$$LRCA = -0.66 - 0.36 LMCGB + 0.19 LTVMC$$

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة، وجود تأثير إيجابي لمتغير معدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي وكان هذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغ معامل الانحدار لمتغير معدل الدوران 0.19 ويعني ذلك أن زيادة بمقدار 100% في معدل الدوران ستؤدي لزيادة معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 19% وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية) في النموذج.

كما يلاحظ أيضاً من خلال النتائج أن تأثير معدل الرسملة السوقية على معدل التراكم الرأسمالي بلغ (-0.36) وكان ذو دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث أن زيادة في معدل الرسملة السوقية بنسبة 100% سيؤدي ذلك لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 36%، وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة.

وعند الحديث عن تأثير المتغير الوهمي الذي يعبر عن البيئة الاستثمارية لوحظ أن تأثيره غير معنوي إحصائياً، ويعزى الباحث ذلك بسبب هيمنة المتغيرات المستقلة الأخرى عليه لم يظهر تأثيره الحقيقي، وبناءً عليه لجأ الباحث لدراسة تأثير الأوضاع السياسية على متغير معدل التراكم الرأسمالي في نموذج انحدار خطي بسيط وكانت النتائج على النحو الآتي:

$$\begin{aligned} LRCA &= -1.15 - 0.31 IE \\ t\text{-stat} & \quad -17.82 \quad \quad -3.69 \\ P\text{-value} & \quad 0.0000 \quad \quad 0.0006 \\ \text{Adjusted } R^2 &= 0.25 \end{aligned}$$

ويتضح لنا من خلال النتائج السابقة أن تأثير البيئة الاستثمارية بلغ (-0.31) وكان هذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث بلغت قيمة اختبار (t=-3.69)، ويعني ذلك وجود تأثير سلبي لفترات عدم استقرار البيئة الاستثمارية على معدل التراكم الرأسمالي، حيث أنه في حالة عدم الاستقرار سيؤدي ذلك لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 31% في الربع الواحد، كما وبلغ معامل التحديد المعدل 0.25 ويشير ذلك أن نسبة التباين المفسر في المتغير معدل التراكم الرأسمالي بواسطة متغير البيئة الاستثمارية تبلغ 25%، والنسبة الباقية تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى غير مدرجة بالنموذج.

رابعاً: تشخيص نموذج الدراسة

انطلاقاً من طريقة التقدير التي تم استخدامها في تقدير نموذج الدراسة، فإن ذلك لا يستدعي كثيراً من الاختبارات التشخيصية لنموذج الدراسة، فيما أنه يتطلب فقط التحقق من مساواة متوسط بواقي النموذج للصفر، واتباع البواقي للتوزيع الطبيعي.

وبناءً عليه تم التحقق من شرط مساواة متوسط بواقي النموذج للصفر باستخدام اختبار (T) وأشارت النتائج إلى أن قيمة الاختبار تبلغ (0.091) بقيمة احتمالية (0.9275) وهي قيمة أكبر من مستوى 0.05 وبالتالي نستنتج أنه لا يمكن رفض الفرضية العدمية التي تفترض أن متوسط بواقي النموذج المقدر تساوي الصفر.

وبالنسبة لشرط التوزيع الطبيعي فقد تم استخدام اختبار (Jarque-Bera) وكانت النتائج تشير لأن قيمة الاختبار تساوي (8.153) بقيمة احتمالية (0.0169) وتشير هذه القيمة أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى 0.01.

المبحث الثالث: مناقشة النتائج وتفسيرها

من خلال ما تقدم من نتائج التقدير القياسي للنماذج المتعددة والنماذج البسيطة للمتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، تبين وجود تأثير إيجابي لمتغير معدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي وكان هذا التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغ معامل الانحدار لمتغير معدل الدوران 0.19 ويعني ذلك أن زيادة بمقدار 100% في معدل الدوران ستؤدي لزيادة معدل التراكم الرأسمالي الثابت بمقدار 19% وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية) في النموذج، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي ومع ما هو متوقع من تأثير لمعدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي.

كما يلاحظ أيضاً من خلال النتائج المدرجة بالجدول أن تأثير معدل الرسملة السوقية على معدل التراكم الرأسمالي الثابت بلغ (-0.36) وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث أن زيادة في معدل الرسملة السوقية بنسبة 100% ستؤدي لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 36%، وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة.

وإن كان هذا لا ينسجم مع المنطق الاقتصادي إلا أنه يمكن إرجاعه إلى أن الزيادة في معدل القيمة السوقية للشركات المدرجة كان نتاج عمليات المضاربات التجارية حيث زاد حجم الأموال

الموجهة للمضاربة في أسهم تلك الشركات بدلاً من توجه هذه الأموال إلى استثمار حقيقي منتج مما أثر بالسلب على معدل التراكم الرأسمالي.

كما يمكن إرجاع تلك العلاقة السلبية إلى الظروف الخاصة للاقتصاد الفلسطيني فقد يكون هناك زيادة في القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق نتيجة الارتفاع المبالغ فيه في أسعار تلك الشركات في الوقت الذي قد يكون فيه معدل التراكم الرأسمالي في تراجع نتيجة لظروف ومؤثرات أخرى منها ما يتعلق بمدى الاستقرار السياسي والاقتصادي وتراجع حجم المساعدات الخارجية الموجه لدعم المشاريع التطويرية.

وأخيراً فيما يتعلق بالمتغير الوهمي (البيئة الاستثمارية) والذي يعبر عن فترات عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي يلاحظ أن تأثيره سلبي إلا أنه لم يكن ذا دلالة إحصائية، ويعزى الباحث ذلك بسبب هيمنة المتغيرات المستقلة الأخرى عليه حيث لم يظهر تأثيره الحقيقي، وباستخدام نموذج الانحدار البسيط لدراسة تأثير المتغير المستقل (البيئة الاستثمارية) على المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي) يتضح لنا أن تأثير البيئة الاستثمارية بلغ (-0.31) وكان هذا التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث بلغت قيمة اختبار ($t=-3.69$)، ويعني ذلك وجود تأثير سلبي لفترات عدم استقرار البيئة الاستثمارية على معدل التراكم الرأسمالي، حيث أن أي فترة عدم الاستقرار ستؤدي لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 31% في الربع الواحد، كما وبلغ معامل التحديد المعدل 0.25 ويشير ذلك لأن نسبة التباين المفسر في المتغير التابع بواسطة متغير البيئة الاستثمارية تبلغ 25%، والنسبة الباقية تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى غير مدرجة بالنموذج، وهذه النتيجة تتفق مع المنطق الاقتصادي والنظرية الاقتصادية فكلما كان هناك نوع من الاستقرار للبيئة الاستثمارية فإن ذلك يشجع على ضخ المزيد من الاستثمارات وزيادة معدل التراكم الرأسمالي والعكس صحيح.

ووفقاً للنتائج السابقة أظهرت النتائج وجود تأثيرات إيجابية لبعض المتغيرات المستقلة الممثلة لسوق الأوراق على المتغير التابع المتمثل في معدل التراكم الرأسمالي وتأثيرات سلبية لبعض متغيرات السوق على معدل التراكم الرأسمالي وعليه يمكن قبول الفرضية الرئيسية للدراسة والتي تفترض وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي)، ويعتمد اتجاه التأثير بالسلب أو الإيجاب على التغيرات في قيم المتغيرات المستقلة ففي حال ارتفاع المتغيرات المستقلة بنفس القيمة سيؤدي ذلك لانخفاض قيم معدل التراكم الرأسمالي، وهذا بدوره قد يعود

إلى صغر حجم سوق فلسطين وحدائثة إنشائه وانخفاض أحجام التداول وتركزها في عدد محدود من الشركات وعدم توافر أدوات استثمارية أخرى غير الأسهم وهذا بدوره يؤثر على قدرة السوق في جذب الاستثمارات وضعف الوعي الاستثماري وغياب الاستقرار السياسي والأمني ولجوء البعض من كبار المستثمرين إلى المضاربة في السوق بدلاً من الاستثمار طويل الأجل مع ما ترتب علي ذلك من تأثيرات سلبية على مدخرات الأفراد ومن ثم على حجم التراكم الرأسمالي هذا بالإضافة إلى طبيعة وظروف الاقتصاد الفلسطيني الخاصة والتي تعود إلى ممارسات الاحتلال وما ترتب عليه من تأثيرات سلبية على مناحي الحياة المختلفة.

الفصل السادس النتائج والتوصيات

مقدمة

نتائج الدراسة

أولاً: النتائج المتعلقة بالتحليل الوصفي

ثانياً: النتائج المتعلقة بالدراسة الإحصائية القياسية

التوصيات

أولاً: توصيات تتعلق بالمستثمرين

ثانياً: توصيات تتعلق بالشركات

ثالثاً: توصيات تتعلق بشركات الوساطة المالية

رابعاً: توصيات تتعلق بهيئة سوق الأوراق المالية (البورصة)

خامساً: توصيات تتعلق بالسلطة الفلسطينية

دراسات مقترحة

مقدمة:

تناولت الدراسة بالتحليل الوصفي والقياسي دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في فلسطين، قامت الدراسة الوصفية بإعطاء فكرة عامة عن الأسواق المالية وتصنيفاتها مع التركيز على سوق الأوراق المالية ودوره في توفير التمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية باعتباره مصدر من مصادر التمويل المختلفة، كما أعطت الدراسة لمحةً عن الاقتصاد الفلسطيني وتجربته التنموية وأهم مؤشرات الاقتصاد الفلسطيني. وركزت الدراسة على سوق فلسطين للأوراق المالية وأهم تطورات متغيرات ومؤشرات السوق منذ إنطلاقته وحتى العام 2011.

كما قدمت الدراسة تحليلاً إحصائياً قياسياً لمعرفة دور سوق فلسطين في تمويل التنمية الاقتصادية ومن خلال الدراسة الوصفية والتحليل الإحصائي القياسي توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج سيتم ذكرها بالتفصيل.

■ نتائج الدراسة

أولاً: نتائج متعلقة بالتحليل الوصفي

- 1- من خلال الدراسة تبين للباحث وجود العديد من أنواع الأوراق المالية والتي يمكن أن تلجأ لها الشركات الفلسطينية كمصدر للتمويل بخلاف إصدار الأسهم والاقتراض، وأظهرت الدراسة أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم الوسائل التي تساعد في توفير التمويل اللازم للتنمية من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.
- 2- أظهرت الدراسة عدم وضوح الرؤية التنموية للأراضي الفلسطينية ومعاناة السلطة الفلسطينية من فجوة تمويلية وحاجتها إلى تنويع مصادر الإيرادات والبحث عن مصادر جديدة وتخفيض الاعتماد على المنح والمساعدات الأجنبية.
- 3- من خلال الدراسة يتبين للباحث بأن سوق فلسطين تعاني العديد من المشكلات والعقبات والتي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها ومنها انخفاض في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بكثير من الدول الأخرى حيث يلاحظ انخفاض معدل الرسملة السوقية لسوق فلسطين خلال فترة الدراسة (1997-2011) مقارنة بالأسواق الأخرى فلقد بلغ متوسط معدل الرسملة السوقية ما يقرب من 35.71% في مقابل متوسط 124.6% للأردن و 74.96% لليابان و 46.5% لمصر و 79.25% لفرنسا، وهذا يعكس صغر حجم سوق فلسطين للأوراق المالية مقارنة بحجم الاقتصاد الفلسطيني، كما أظهرت الدراسة انخفاض متوسط معدل الدوران لسوق

فلسطين خلال فترة الدراسة (1997-2011) حيث بلغ 22.11% مقارنة بمتوسط 131.2% لليابان و91.7% لفرنسا، ويلاحظ انخفاض متوسط معدل قيمة التداول خلال فترة الدراسة (1997-2011) حيث بلغ 10.39% في فلسطين مقارنة ب 52.14% في الأردن و 74.46% في اليابان و 71.52% في فرنسا، وهذا يظهر معاناة سوق فلسطين من مشكلة انخفاض السيولة.

4- انخفاض قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز المصرفي فمن خلال الدراسة يتضح أن متوسط إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي الودائع لدى الجهاز المصرفي خلال الفترة (1997-2011) بلغت 10.42% وهي نسبة ضئيلة تشير إلى تفضيل المدخرين الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع عن استثمارها في البورصة وهذا يظهر عدم مقدرة السوق على جذب المدخرات بالشكل المطلوب والحاجة إلى العمل على استقطاب مزيد من هذه المدخرات لتنشيط السوق والقيام بالدور المأمول.

5- اقتصر التداول في السوق على الأسهم وافتقاره للأدوات المالية الحديثة كالخيارات والمشتقات المالية بالإضافة إلى تركيز التداول على عدد محدود من الشركات وانخفاض حجم التداول على شركات كثيرة.

ثانياً: النتائج من خلال الدراسة الإحصائية القياسية

1- أظهرت نتائج التحليل القياسي ضعف تأثير المتغيرات المستقلة الممثلة لسوق الأوراق المالية على المتغير التابع المتمثل في معدل التراكم الرأسمالي بل أظهرت الدراسة وجود بعض التأثيرات السلبية لبعض متغيرات السوق على معدل التراكم الرأسمالي وأشارت النتائج إلى أن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت 29% ويعني ذلك أن المتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج والمتمثلة في (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران) قد فسرت ما نسبته 29% من التباين في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي) والنسبة الباقية البالغة 71% تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى لم تدرج بالنموذج.

2- من خلال الدراسة تبين وجود تأثير إيجابي لمتغير معدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي وكان هذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغ معامل الانحدار لمتغير معدل الدوران 0.19 ويعني ذلك أن زيادة بمقدار 100% في معدل الدوران ستؤدي لزيادة معدل التراكم الرأسمالي الثابت بمقدار 19% وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية) في النموذج، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي ومع ما هو توقع من تأثير لمعدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي.

3- من خلال الدراسة تبين أن تأثير معدل الرسملة السوقية على معدل التراكم الرأسمالي الثابت بلغ (-0.36) وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث أن زيادة في معدل الرسملة السوقية بنسبة 100% سيؤدي ذلك لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 36%، وذلك في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة، وإن كان هذا لا ينسجم مع المنطق الاقتصادي إلا أنه يمكن إرجاعه إلى أن الزيادة في معدل القيمة السوقية للشركات المدرجة كان نتاج عمليات مضاربة فلقد زاد حجم الأموال الموجهة للمضاربة في أسهم تلك الشركات بدلاً من توجه هذه الأموال إلى استثمار حقيقي منتج مما أثر بالسلب على معدل التراكم الرأسمالي، كما يمكن إرجاع تلك العلاقة السلبية إلى الظروف الخاصة للاقتصاد الفلسطيني فقد يكون هناك زيادة في القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق نتيجة الارتفاع المبالغ فيه في أسعار تلك الشركات في الوقت الذي قد يكون فيه معدل التراكم الرأسمالي في تراجع نتيجة لظروف ومؤثرات أخرى منها ما يتعلق بمدى الاستقرار السياسي والاقتصادي وتراجع حجم المساعدات الخارجية الموجه لدعم المشاريع التطويرية.

4- فيما يتعلق بالمتغير الوهمي (البيئة الاستثمارية) والذي يعبر عن فترات عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي أظهرت الدراسة أن تأثيره سلبي إلا أنه لم يكن ذا دلالة إحصائية، ويعزى الباحث ذلك بسبب هيمنة المتغيرات المستقلة الأخرى عليه لم يظهر تأثيره الحقيقي، وباستخدام نموذج الانحدار البسيط لدراسة تأثير المتغير المستقل (البيئة الاستثمارية) على المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي) يتضح لنا أن تأثير البيئة الاستثمارية بلغ (-0.31) وكان هذا التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05، حيث بلغت قيمة اختبار (t=-3.69)، ويعني ذلك وجود تأثير سلبي لفترات عدم استقرار البيئة الاستثمارية على معدل التراكم الرأسمالي، حيث أن أي فترة عدم استقرار ستؤدي لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 31% في الربع الواحد، كما وبلغ معامل التحديد المعدل 0.25 ويشير ذلك لأن نسبة التباين المفسر في المتغير التابع بواسطة متغير البيئة الاستثمارية تبلغ 25%، والنسبة الباقية تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى غير مدرجة بالنموذج، وهذه النتيجة تتفق مع المنطق الاقتصادي والنظرية الاقتصادية فكلما كان هناك نوع من الاستقرار فإن ذلك يشجع على ضخ المزيد من الاستثمارات وزيادة معدل التراكم الرأسمالي والعكس صحيح.

5- من خلال الدراسة يمكن قبول الفرضية الرئيسية للدراسة والتي تفترض وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول،

البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي)، ويعتمد اتجاه التأثير بالسلب أو الإيجاب على التغيرات في قيم المتغيرات المستقلة ففي حال زيادة المتغيرات المستقلة بنفس القيمة سيؤدي ذلك لانخفاض قيم معدل التراكم الرأسمالي وهذا بدوره قد يعود إلى صغر حجم سوق فلسطين وحادثة إنشائه وانخفاض أحجام التداول وتركزها في عدد محدود من الشركات وعدم توافر أدوات استثمارية أخرى غير الأسهم وهذا بدوره يؤثر على قدرة السوق في جذب الاستثمارات وضعف الوعي الاستثماري وغياب الاستقرار السياسي والأمني ولجوء البعض من كبار المستثمرين إلى المضاربة في السوق بدلاً من الاستثمار طويل الأجل مع ما ترتب علي ذلك من تأثيرات سلبية على مدخرات الأفراد ومن ثم على حجم التراكم الرأسمالي هذا بالإضافة إلى طبيعة وظروف الاقتصاد الفلسطيني الخاصة والتي تعود إلى ممارسات الاحتلال وما ترتب عليه من تأثيرات سلبية على مناخ الحياة المختلفة.

■ التوصيات

من خلال التحليل الوصفي والدراسات القياسية تبين للباحث بأن سوق فلسطين تعاني العديد من المشكلات والعقبات التي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها بالشكل المرجو منه وفيما يلي بعض التوصيات والتي حاول الباحث أن تكون شاملة وتشمل الأطراف ذات العلاقة بالسوق وهي المستثمرين، الشركات، شركات الوساطة المالية، هيئة سوق فلسطين للأوراق المالية (البورصة) وأخيراً السلطة الوطنية الفلسطينية ومن خلالها يمكن المساهمة في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية لكي يقوم بدور أفضل في تمويل التنمية.

وعلى الرغم من أن حجم التوصيات قد يكون كبيراً إلا أنه بالمراجعة الدقيقة سنجد أن هناك مجال كبير لتنفيذ الجزء الأكبر منها دون تكاليف كبيرة.

أولاً: توصيات تتعلق المستثمرين

1- توجيه ادخاراتهم نحو الاستثمار الحقيقي والمنتج وأن لا يكون دخولهم للسوق بهدف المضاربة فقط لأن ذلك يؤدي إلى انحراف المدخرات عن طريقها الصحيح وقد يكون له آثار سلبية على الاقتصاد.

2- ضرورة اتباع سياسة التنويع عند تكوين المحفظة وعدم تركيزها في قطاع واحد.

3- العمل على تطوير الذات وزيادة الوعي وتنمية قدراتهم في مجال الاستثمار بما يتيح لهم توجيه مدخراتهم نحو الاستثمارات التي تتمتع بالكفاءة مما يساهم في زيادة دور السوق نحو توجيه المدخرات للاستثمارات التي تتمتع بكفاءة عالية.

ثانياً: توصيات تتعلق بالشركات

- أ- الشركات التي لم تدرج أسهمها في البورصة بعد:
- ضرورة وأهمية إدراج شركاتهم في البورصة نظراً لما يوفره ذلك من مزايا عديدة منها:
 - تنوع مصادر التمويل وخفض تكلفته حيث أن وجود الشركة في البورصة والإقبال على التعامل في أسهمها يعتبر مؤشر أمان للمقرضين.
 - وجود أسهم الشركة في البورصة والتداول عليها يعتبر بمثابة دعاية وإعلان للشركة.
 - إضفاء الطابع المؤسسي وفصل الملكية عن الإدارة وتوفير المزيد من الشفافية.
 - توفير السيولة اللازمة للمساهمين من خلال قدرتهم على بيع أسهمهم وتحويلها إلى نقد.
 - إدارة سجل المساهمين من قبل البورصة وتسهيل إجراءات التحويل العائلي والإرثي وتوزيع الأرباح وتسوية عمليات البيع والشراء وقبض ثمن الأسهم.

ب- الشركات المدرجة في البورصة

- 1- العمل على تنوع مصادر التمويل لديهم بدلاً من الاعتماد الكلي على الاقتراض من المصارف أو إصدار أسهم فقط.
- 2- توفير مزيد من الشفافية بحيث تصل المعلومات لكافة المستثمرين دون تحيز وبأقصى سرعة نظراً لإمكانية تأثيرها على قراراتهم الاستثمارية.
- 3- الحرص على صغر قيمة الأسهم المدرجة قدر الإمكان لجذب صغار المستثمرين وزيادة سيولة الأسهم.
- 4- توسيع قاعدة المساهمين من خلال العمل على محاولة جذب شركاء ومستثمرين أجنب.
- 5- العمل على إدراج أسهمها في الأسواق الخارجية مع ما يتيح ذلك من سيولة للسهم.
- 6- الاستفادة من وسائل التمويل الإسلامية لجذب فئات جديدة للسوق.
- 7- العمل على زيادة الأسهم المتاحة للتداول حيث أن نسبة كبيرة من أسهم الشركات مملوك لأعضاء مجالس الإدارة.

ثالثاً: توصيات تتعلق بشركات الوساطة المالية

- 1- وضع الخطط التسويقية لمحاولة جذب أعداد جديدة من المستثمرين خصوصاً إذا علمنا أن إجمالي حجم الودائع بلغ نهاية عام 2011 ما يقرب من 6.77 مليار دولار وبالتالي يمكن العمل على جذب بعضاً من أصحاب هذه الودائع لشراء الأسهم في البورصة الفلسطينية.
- 2- المساهمة في زيادة الوعي الادخاري للمستثمرين لديها ومحاولة توجيههم باتجاه الاستثمار المنتج وذلك من خلال عقد الدورات والورشات واستغلال مواقع التواصل الاجتماعي.

- 3- تشجيع المستثمرين على توجيه مدخراتهم باتجاه بورصة فلسطين بدلاً من الاستثمار في الأسواق الخارجية وذلك من خلال توضيح جدوى الاستثمار في بورصة فلسطين والفرص المتاحة.
- 4- تعزيز التعاون مع شركات الوساطة العربية والأجنبية ومحاولة إدراج سوق فلسطين ضمن الأسواق المتاح التعامل عليها لديهم كما هو الحال لدى شركات الوساطة المحلية التي تتعامل مع الأسواق الخارجية.
- 5- العمل على جذب وتشجيع القطاعات النسائية والتنسيق مع الجامعات ومؤسسات المجتمع المدني لعقد الدورات وورشات العمل وذلك بهدف زيادة الوعي الاستثماري وجذب مستثمرين جدد.
- 6- تقديم خدمات جديدة مثل خدمات التحليل الفني والمالي وإدارة المحافظ والأصول وإدارة الإصدارات وتغطيتها وعدم الاكتفاء بأعمال الوساطة فقط.
- 7- تدريب الموظفين العاملين لديها وتطوير قدراتهم.
- 8- دراسة إمكانية الاندماج مع شركات أخرى لخلق كيانات أكبر قادرة على تقديم خدمات أفضل.

رابعاً: توصيات تتعلق بهيئة سوق الأوراق المالية (البورصة)

- 1- العمل على إدراج المزيد من الشركات في البورصة لما لذلك من أثر على زيادة سيولة السوق وجذب مستثمرين جدد.
- 2- العمل على جذب المستثمرين المحليين والأجانب من خلال التنسيق مع السفارات الفلسطينية في الخارج والتنسيق مع وسائل الإعلام المختلفة المحلية منها والعالمية.
- 3- حث الشركات على الالتزام بمبادئ الحوكمة ومعايير المحاسبة الدولية وتقديم الإفصاحات اللازمة دون تأخير لما لذلك من أثر في تعزيز ثقة المستثمرين وجذب الاستثمار الخارجي.
- 4- المتابعة الدائمة لعمليات التداول ومراقبة تداولات أعضاء مجالس الإدارات والعاملين في مجال الأوراق المالية والإفصاح عنها لخلق مزيد من الشفافية وتوقيع العقوبات في حال وجود أي تلاعب أو استغلال لمعلومات لم يتم الإفصاح عنها.
- 5- توفير البيانات والإحصاءات وتشجيع البحوث والدراسات المتعلقة بالأسواق المالية.
- 6- دراسة تعديل هامش الحد الأقصى للارتفاع والحد الأدنى لهبوط أسعار الأسهم اليومية ويقترح الباحث تعديل الحد الأقصى لارتفاع سعر الورقة المالية إلى 10% يومياً مع بقاء الحد الأقصى لهبوط سعر الورقة المالية عند 5%.
- 7- العمل على حث صناديق التقاعد سواء للقطاع العام أو الخاص على الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية مع محاولة إيجاد ضوابط لهذا الاستثمار.

- 8- العمل على نشر خدمة التداول عبر الإنترنت حيث تتميز هذه الخدمة بالسرعة في إجراء المعاملات مقارنة بالطريقة التقليدية مما قد يساهم في جذب بعض المستثمرين ولذي لا يسمح لهم وقتهم ولا ظروفهم بمراجعة شركات الوساطة.
- 9- العمل على إنشاء مقر لها في قطاع غزة وذلك لخدمة الشركات والمستثمرين في القطاع.
- 10- متابعة الشركات المتعثرة ومساعدتها في محاولة ترتيب أوضاعها.
- 11- تشجيع الشركات المدرجة على تنوع مصادر تمويلها وإيجاد مصادر جديدة بدلاً من اعتمادها الكلي على الاقتراض أو إصدار الأسهم ومن الخيارات المتاحة إصدار السندات وشهادات الإيداع الدولية خصوصاً في ظل جاهزية أنظمة السوق للتعامل بالسندات والمشتقات.
- 12- تشجيع الشركات العائلية ومساعدتها للتحويل لشركات مساهمة عامة وإدراجها في البورصة.

خامساً: توصيات تتعلق بالسلطة الفلسطينية

- 1- مراجعة القوانين والتشريعات وتفعيل المادة 103 من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 والتي تلزم شركات المساهمة العامة تقديم طلب إدراج أسهمها في البورصة.
- 2- وضع آلية تمكن الحكومة من التدخل في السوق وقت الأزمات لمنع انهيارها.
- 3- ضرورة الاهتمام بالإعلام المالي والاقتصادي والتنسيق مع الجامعات الفلسطينية لمحاولة إيجاد تخصصات تتعلق بالأسواق المالية والتحليل الفني والأساسي وذلك لافتقار الجامعات المحلية لمثل هذه التخصصات .
- 4- تشجيع المصارف على إنشاء صناديق استثمارية للاستثمار في البورصة جدير بالذكر أن العام 2011 شهد ميلاد صندوق رسملة الاستثماري ولعله يكون محفزاً لإنشاء مزيد من الصناديق.
- 5- العمل على إيجاد قانون يتيح للشركات شراء أسهم الخزينة حيث صدر مرسوم رئاسي عام 2006 يتيح للشركات شراء أسهمها وقد تم إلغاؤه بعد ذلك.
- 7- الحد من الهيمنة على بعض الأنشطة الاقتصادية من قبل السلطة وإتاحة الفرصة للشركات الخاصة مع ما يترتب على ذلك من توسيع الشركات لنشاطها وزيادة أرباحها وانعكاس ذلك على المساهمين.
- 8- وضع ضوابط على تعاملات المستثمرين المحليين مع الأسواق الخارجية ويقترح الباحث بأن يتم تحديد نسبة معينة من قيمة المحفظة للمستثمر كحد أقصى مسموح له التعامل به مع الأسواق الخارجية ويتوقع من هكذا خطوة جذب مزيد من المستثمرين باتجاه سوق فلسطين.
- 9- التنسيق مع المصارف لتسهيل عملية الإقراض بضمان الأوراق بضمان الأوراق المالية.

10- دراسة وجود نظام أكثر فاعلية لفض المنازعات في سوق الأوراق المالية ومحاولة إنشاء محاكم متخصصة بالقضايا المالية.

11- تشجيع إنشاء شركات أو صناديق الاستثمار المشترك التي تقوم بدور تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في الأسهم.

■ دراسات مقترحة

- ✓ أثر تداول المستثمرين المحليين في الأسواق الخارجية على أحجام التداول في بورصة فلسطين.
- ✓ دور الإعلام المالي والإقتصادي في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ✓ أثر إنشاء صناديق الإستثمار المشترك على تنشيط حركة التداول في بورصة فلسطين.
- ✓ تحول الشركات العائلية لشركات مساهمة عامة وأثره على تحقيق التنمية الاقتصادية.
- ✓ دور بورصة فلسطين في توفير التمويل اللازم للشركات وأثره على الاقتصاد الفلسطيني.
- ✓ دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في فلسطين.
- ✓ أثر إنشاء سوق مالية إسلامية على جذب المدخرات وتحقيق التنمية الاقتصادية في فلسطين.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- التميمي، أرشيد، سلام، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- التميمي، أرشيد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- الداغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات) دار الشروق للنشر والتوزيع، الإصدار الثاني، رام الله، 2007.
- العساف، أحمد، الوادي، محمود، التخطيط والتنمية الاقتصادية، دار المسيرة للنشر دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
- العيساوي، عبد الكريم، التمويل الدولي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
- القريشي، مدحت، التنمية الاقتصادية (نظريات و سياسات وموضوعات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- الشواورة، فيصل، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- آل شبيب، دريد، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
- حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، الطبعة الأولى عمان، 2008.
- حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، جمهورية مصر العربية، 2005.
- خريوش، حسني، ارشيد، عبد المعطي، جودة، محفوظ، الأسواق المالية، دار زهران للنشر، عمان، 1998.

- شيخة، مصطفى، عوض الله، زينب، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992.
- عبد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- عجمية، محمد، ناصف، إيمان، نجا، علي، التنمية الاقتصادية ودراسات نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- عطية، عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، 2005.
- علوان، قاسم، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2009.
- مكحول، باسم، الاستثمار والبيئة الاستثمارية في الضفة وقطاع غزة، معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس)، رام الله، 2002.
- هندي، منير، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.

ثانياً: المجالات و الدوريات

- المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد السنوي 2011 (عدد رقم 28)، فلسطين، 2012.
- المراقب الاقتصادي والاجتماعي، العدد 23، فلسطين، 2011.
- المعهد العربي للتخطيط، دور القطاع التمويلي في التنمية، سلسلة جسر التنمية، العدد 85، الكويت، 2009.
- النمروطي، خليل، العويسي، سمير، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، مجلة الجامعة الإسلامية، العدد الأول، غزة، 2011.
- خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
- شاهين، ياسر، كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، مجلة أماراباك، العدد الخامس، 2012.
- صالح، مفتاح، فريدة، معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث العدد 7، الجزائر، 2009 .

- مجلة سوق رأس المال، العدد 23، صادرة عن بورصة فلسطين، 2011.

ثالثاً: النشرات الرسمية

- الأمم المتحدة، دراسة الحالة الاقتصادية والاجتماعية في العالم سعياً إلى تمويل جديد للتنمية 2012، نيويورك، 2012.
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، أداء الاقتصاد الفلسطيني 2011، رام الله فلسطين، 2012.
- بورصة فلسطين، التقرير السنوي 2011 لشركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة العامة، فلسطين، 2012.
- بورصة فلسطين، دليل الشركات المساهمة العامة (الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 2011)، فلسطين، 2012.
- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 67، 2012.

رابعاً: الرسائل الجامعية و الأبحاث

- أبو مصطفى، محمد، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية (دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة من 1999-2008) رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- الأسرج، حسين، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار بمصر، رسالة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
- الجيعان، حسن، زعيتير، أحمد، سوق فلسطين للأوراق المالية - الواقع والتطلعات نحو تمويل أفضل ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي الأول بكلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
- الطلاع، حمادة، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الأزهر، غزة، 2011.
- الزهراء، مشننل، الزهرة، شهري، دور سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسات الاقتصادية، حالة الجزائر رسالة للحصول على درجة البكالوريوس كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2008.

- الفراء، مرام، دور القطاع المصرفي في تمويل التنمية الاقتصادية الفلسطينية (1995-2011) رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في اقتصاديات التنمية، الجامعة الإسلامية، غزة، 2012.
- الفقي، فخري الدين، وفاء، محمود، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، 2006.
- بوراس، احمد، بريكة، السعيد، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد.
- حمدان، بدر، تحليل مصادر النمو في الاقتصاد الفلسطيني، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الأزهر، غزة، 2012.
- خلف، عمار، قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق، جامعة بغداد، العراق، 2008.
- زيتوني، عمار، المصادر الداخلية لتمويل التنمية ،دراسة حالة الجزائر 1970-2004، دراسة لإستكمال الحصول على درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، الجزائر، 2006.
- سمور، نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- صالحه، هاني، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- عبادي، سليمان، دور بورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية مداخلة مقدمة للملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين، 2007.
- عربان، حسن، رؤية الإسلام لحل مشكلة التنمية الاقتصادية، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، العدد الاول، جامعة القرآن والعلوم الاسلامية، السودان، 2008.
- عربي، خلف الله، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، جامعة بخت الرضا، السودان، 2010.
- علاونة، عاطف، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، دراسة مقدمة للملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، 2008.
- عمر، محمد، بحث بعنوان "الدين العام (المفاهيم، المؤشرات، الآثار) بالتطبيق على حالة مصر، جامعة الأزهر، القاهرة، 2003.

- طارق، ملال، تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة ، دراسة حالة الجزائر، رسالة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2001.
- فريدة، رحيش، البورصة ودورها في تفعيل اقتصاديات الدول النامية، رسالة لاستكمال الحصول على درجة البكالوريوس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2008.
- محمد، زيدان، بومدين، نوردين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد لخضر، الجزائر، 2006.
- محمود، سحنون، سميرة، محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ورقة عمل مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2009.
- مزاهدية، رفيق، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات (دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006.
- معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس)، نحو توظيف أنجع للمساعدات الخارجية المقدمة للشعب الفلسطيني، فلسطين، 2005.
- معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس) ورقة مقدمة لصياغة رؤية تنموية شاملة، فلسطين، 2005.
- معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس) تعزيز القدرة الذاتية للاقتصاد الفلسطيني، فلسطين، 2003.
- نصار، خالد، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، دائرة الدراسات والأبحاث، فلسطين، 2008.
- ياسر، زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني لسوريا، دراسة تحليلية استشرافية، دمشق، سوريا، 2005.

خامساً: المقابلات الشخصية

- خليفة، رمزي، القائم بأعمال مدير شركة وساطة للأوراق المالية (فرع خانيونس) بتاريخ 2013/1/7.

سادساً: المراجع الأجنبية

- Ben naceur, S. and Ghazouan, S., stock market, banks, and economic growth: Erpirical evidence form MENA region, Research in interational business and finance, pp 297–315, 2007.
- Bloem ,A., Dippelsman ,R., Maehle, N, quarterly national Account manual concepts, Data sources, and compilation, International Monetary Fund, Washington Dc, 2001.
- brooks, chris, introductory econometrics for finance second edi, cambridge university, new yourk, 2008.
- Bum and jeon, Demographic changes and Economic Growth in korea, skku ERIWP–06105, 2005.
- Donwa, P., and odia, J., "an empirical analysis of the impact of the Nigerian capital market on her socio – economic development ' University of Benin, benin city, Nigeria, 2010.
- Eviews 7 user's Guide I copyright c 1994 – 2009 quantitative micro software, llc . united states of America.
- Gujarati, basic economics, forth the McGraw–Hill companies, 2004.
- Haugen, Robert A. modern Investment Theory, fourth edition, USA, 1997.
- Hong, S., wagner, M, cointegrating polynomial Regressions: fully modified OLS estimation and inference, frish center for economic research oslo, Norway, march, 2011.
- jin, D., and Boubakar, A, the role of stock market development in economic growth: evidence form some Euronext countries, International journal of financial Research, pp14 – 20, 2010.

- Livine, R., and Zervos, S., stock market, banks, and economic growth, American economic review, 88, pp537–558, 1998.
- Muhtadi, H., and agarwal,S. "stock market development and economic growth: evidence from developing countries " University of Wisconsin – Milwaukee, united state, 2002.
- Mun,H., siong, E., thing, T., stock market and economic growth in Malaysia: causality test, asian social scierce, pp86 – 92, 2008.
- Naftziger, wayne., from seers to sen: the meaning of economic development, paper presented to the un university, world Institute for derelopment economic research jubilee conference ,manhattan , USA, 2005.
- Nieuwerburgh, S., buelens, F. and cuyvere, I.,"stock market development ad economic growth in Belgium" University of Antwerp, Belgium, 2005.
- Odhiambo, N., stock market developmat and economic growth in south africa AN Ardl – bounds testing approach Department of economics, University of south Africa, Pretoria, 2008.
- Rose, peters., money and capital markets : the financial system is an increasingly global economy, 3rd ed, boston, USA, 1997.
- seers, Dudley., The meaning of development, International development Review, 1969.
- shahbaz, M., ahmed, N., and ali, I. stock market development and economic growth: Ardl causality in Pakistan, Internatinonal Research journal of Finance and Economics– Issue 14,pp 182 – 195, 2008.
- Todaro, M., smith , S., economic development, eleventh edtion, USA.
- Yartey, C., adjas , A., and komla, C., stock market development in sub – Saharan Africa: critical issues and challenges" IMF,African department, 2007.

- Zevengwa, T., Mashika, J., Bokosi, F., and Makova, T., stock markets development and economic growth in Zimbabwe, International journal of economic and finance, pp140–150, 2011.

سابعاً: المواقع الإلكترونية

- www.world-exchanges.org موقع الاتحاد العالمي للبورصات
- www.pcbs.gov.ps موقع الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني
- www.pma.ps موقع سلطة النقد الفلسطينية
- www.pcma.ps موقع هيئة سوق رأس المال الفلسطينية
- www.pex.ps موقع سوق فلسطين للأوراق المالية
- <http://data.albankaldawli.org> موقع البنك الدولي
- www.shubily.com موقع الدكتور يوسف الشبيلي

الملاحق

ملحق (1)

تقدير نموذج الدراسة في ظل وجود 3 متغيرات مستقلة (MCGDB, TVMC, PS)

Dependent Variable: LRCA
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 09/22/13 Time: 10:52
Sample (adjusted): 1998Q1 2011Q4
Included observations: 56 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C
Long-run covariance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth
= 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMCGDP	-0.267062	0.110139	-2.424768	0.0188
LTVMC	0.133328	0.062751	2.124714	0.0384
PS	-0.136545	0.104309	-1.309038	0.1963
C	-0.779775	0.188011	-4.147498	0.0001

R-squared	0.351330	Mean dependent var	1.327791
Adjusted R-squared	0.313907	S.D. dependent var	0.234412
S.E. of regression	0.194165	Sum squared resid	1.960407
Durbin-Watson stat	0.666793	Long-run variance	0.077683

ملحق (2)

تقدير نموذج الدراسة في ظل وجود متغيرين مستقلين (MCGDB, TVMC)

Dependent Variable: LRCA
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 10/11/13 Time: 18:32
Sample (adjusted): 1998Q1 2011Q4
Included observations: 56 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C
Long-run covariance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth
= 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMCGDP	-0.368286	0.082946	-4.440041	0.0000
LTVMC	0.190891	0.054398	3.509146	0.0009
C	-0.660378	0.184040	-3.588224	0.0007

R-squared	0.316766	Mean dependent var	1.327791
Adjusted R-squared	0.290983	S.D. dependent var	0.234412
S.E. of regression	0.197382	Sum squared resid	2.064866
Durbin-Watson stat	0.854839	Long-run variance	0.082989

ملحق (3)

نموذج انحدار بسيط لمتغير الأوضاع السياسية (PS) مع المتغير التابع (RCA)

Dependent Variable: LRCA

Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)

Date: 10/11/13 Time: 18:33

Sample (adjusted): 1998Q1 2011Q4

Included observations: 56 after adjustments

Cointegrating equation deterministics: C

Long-run covariance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth
= 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PS	-0.309272	0.084276	-3.669773	0.0006
C	-1.152762	0.064694	-17.81867	0.0000

R-squared	0.262436	Mean dependent var	1.327791
Adjusted R-squared	0.248777	S.D. dependent var	0.234412
S.E. of regression	0.203172	Sum squared resid	2.229062
Durbin-Watson stat	0.415268	Long-run variance	0.096262

ملحق (4) نموذج اختبار البواقي

Hypothesis Testing for RESID01

Date: 10/11/13 Time: 18:35

Sample (adjusted): 1998Q1 2011Q4

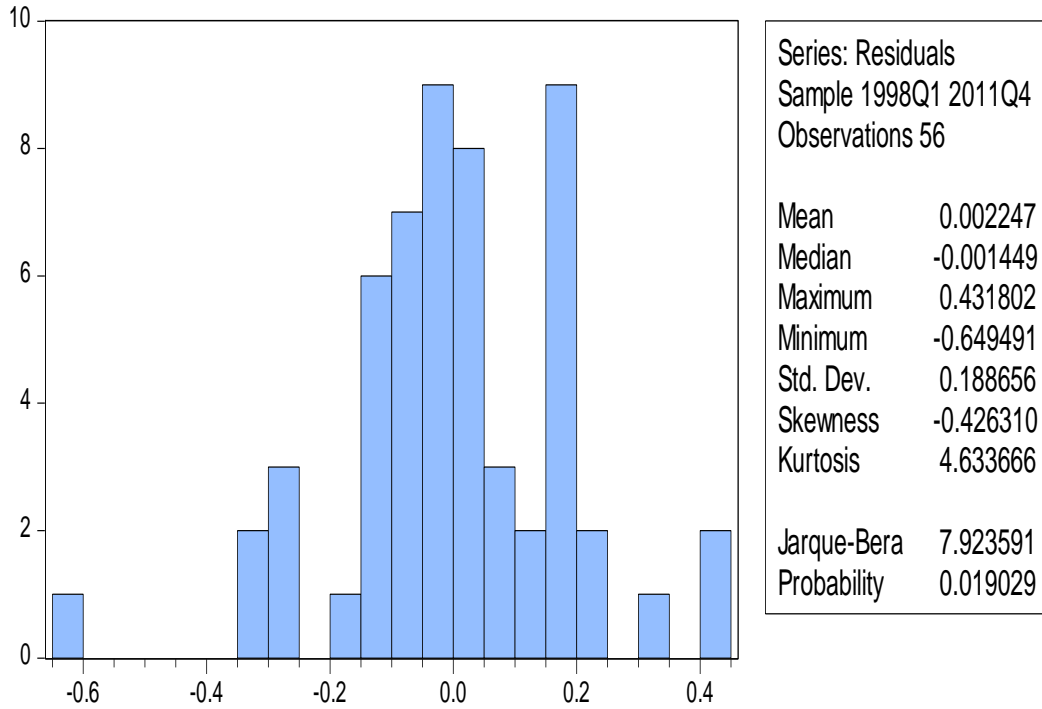
Included observations: 56 after adjustments

Test of Hypothesis: Mean = 0.000000

Sample Mean = 0.002247

Sample Std. Dev. = 0.188656

Method	Value	Probability
t-statistic	0.089134	0.9293



تم بحمد الله وتوفيقه