

كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني

ياسر شاهين*

الملخص: هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف مدى كفاءة التجميع (Allocation Efficiency) للبورصة الفلسطينية، من خلال التعرف على دور الصعوبات التي تواجه البورصة في التأثير على مقومات كفاءتها، ودورها في دعم الاقتصاد الوطني. بعد تحليل أداء البورصة خلال السنوات السابقة، وإجراء مسح ميداني للتعرف على وجهة نظر المستثمرين في البورصة. لتحقيق هذا الهدف فقد تم اختيار عينة صدفية من مجتمع البحث، قدرت بنحو 150 مفردة من أصل (5000-8000) مستثمر. اعتمدت الدراسة على أسلوب المقابلات الشخصية لتعبئة الاستبيان. أشارت نتائج التحليل إلى أن البورصة الفلسطينية لا تمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة التشغيلية والتجميعية، وصعوبة في الحصول على المعلومات الكافية عن الشركات وأسهمها بسهولة، وامتلاك المتعاملين في السوق القدرة على التأثير على أسعار الأسهم، وارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وعدم امتلاك كافة المتعاملون في السوق لنفس الفرصة لتحقيق الأرباح. بالإضافة لعدم وجود العدد الكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول في السوق، وكذلك استحواذ بعض الشركات على الحصة الأكبر من حجم التداول الضعيف أصلاً. كما أتضح أن البورصة تعاني من ضعف في ثقة المستثمرين وعدم اقتناع الكثير من المتعاملين بجدوى الاستثمار في البورصة بسبب الخسائر المتكررة، وارتكاز مصادر السيولة النقدية للمتعاملين على المدخرات الشخصية. فضلاً عن أن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المتعاملين غالباً ما يتم بناؤها على مصادر تبتعد عن الكفاءة العلمية والمهنية. إضافة إلى تدني درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق. وان البورصة تعمل وفقاً لدرجة كفاءة ضعيفة. لذا من المحتمل أن يكون لها بعض الآثار السلبية على ثروة الأفراد ومدخراتهم بسبب تجزئتها، وعلى تخصيص الموارد المالية في أوجه استثمارية تعود عليهم وعلى الاقتصاد الفلسطيني بالفائدة. وبالتالي فإن البورصة الفلسطينية لم تساهم بشكل فعال في دعم الاقتصاد الوطني وتنميته.

Efficiency of the Palestine Stock Exchange and its Role in Supporting the National Economy

Yasser Shaheen

Abstract: This study aimed to explore the Allocation Efficiency of the Palestinian Stock Exchange, by identifying the role of difficulties faced by the exchange in effect on the elements of efficiency, to explore its role in supporting the national economy. Through the analysis of stock market performance during the previous years, and a field survey. In order to achieve this goal a select sample of the psoriasis research community, estimated at about 150 single-out of (5000-8000) investor. Results of the analysis indicated that the Palestinian stock market does not have the key ingredient for the efficiency of operational and aggregate, which is difficult to get adequate information on the companies and their shares easily, rising costs of dealing in the market. As well as the lack of a sufficient number of listed companies on the list of trading in the market, acquisition of some companies to the largest share of trading volume in the already weak market. The market suffers from weakness in the confidence of investors and not convinced a lot of dealer's feasibility of investment in this stock because of repeated loses, and the low level of investment awareness among dealers in the market. As shown by the results of the analysis that the market operates according to the degree of efficiency is weak. This market is likely to have some negative effects on the wealth of individuals and their savings, for the evaporation of their investments and savings. Thus, the Palestinian stock market did not even play now the role required of them in supporting the national economy and development.

* رئيس قسم العلوم الإدارية والمالية، جامعة فلسطين الأهلية- بيت لحم، y.shaheen@paluniv.edu.ps

المقدمة:

لقد أصبحت أسواق الأسهم تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتزيد من معدلات رفاهية أفرادها. إلا إن المراقب لأداء البورصات والبورصة الفلسطينية تحديداً أو ما كان يطلق عليه سوق فلسطين للأوراق المالية، يلاحظ أن هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من آن لآخر أدت إلى صعود غير منطقي لمؤشر القدس لكي يكسر حاجز الالف ومئتا نقطة سنة 2005 وليعود إلى أقل من النصف حالياً، مما تسببت في حالة من عدم الاستقرار الكبير في تعاملات السوق، الأمر الذي تسبب في إلحاق خسائر كبيرة للكثير من المستثمرين، وبخاصة صغار المستثمرين منهم.

تعد كفاءة الأسواق المالية وأهمية دورها في استقطاب الموارد وتخصيصها، من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلاً واسعاً بين المهتمين، فقد أثارت فرضية كفاءة الأسواق المالية جدلاً قويا خلال العقود القليلة بسبب أهميتها التطبيقية، وقد عرف (Fama, 1991) السوق الكفوء Efficient Markets بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم وبالتالي على قرارات المستثمرين (Shaheen, 2007).

مشكلة الدراسة:

لقد برز في الآونة الأخيرة نقاش واسع حول مستوى كفاءة سوق الأسهم المحلية. فقد برزت العديد من الآراء التي تنادي بضرورة التعرف على المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذا السوق، فقد أشارت دراسة (درويش، أبو قرع، 2003) (Shaheen, 2006, 2009) إلى أن العديد من العوامل المؤسسية في سوق الأسهم الفلسطينية تساهم في ضعف مستوى الكفاءة المعلوماتية للسوق، وكذلك إلى ضعف كفاءة السوق في تخصيص الموارد الاقتصادية والمالية. رغم وجود بعض المؤشرات التي تدلل على بعض جوانب الكفاءة في عمل وتشغيل السوق. من حيث استخدام السوق أعلى التقنيات في التداول الإلكتروني، هناك قدر معقول من السيولة، ويحقق السوق عوائد معقولة لبعض المستثمرين. لذلك تسعى هذه الدراسة إلى تحليل هذا الجدل من خلال تبني أسلوب تحليل النتائج والمسح الميداني لآراء المستثمرين للإجابة على التساؤلات التالية:

كيف تعمل بورصة فلسطين للأوراق المالية؟ وما هو مستوى كفاءتها؟ وما هو دورها في دعم الاقتصاد الوطني؟

أهداف الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى:

- 1- استكشاف مدى كفاءة البورصة الفلسطينية من خلال السعي لتقييم مدى توافر المقومات الكاملة للكفاءة في هذه البورصة.
- 2- الوقوف على المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين فيها.
- 3- التعرف على مدى الدور الذي تلعبه البورصة الفلسطينية في دعم الاقتصاد الوطني.

أسلوب التحليل:

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على أسلوب المسح الميداني من خلال الاستبانة التي أعدت، واشتملت على بيانات عن الخصائص الاقتصادية والسلوكية للمستثمرين في البورصة، لإستقراء آرائهم حول مجموعة من العبارات التي تقيس أبعاد كفاءة البورصة، بهدف الوقوف على

المشكلات والصعوبات التي تواجههم في هذه البورصة، ومن ثم فحص مستوى كفاءتها الداخلية وكفاءة وكفاية المعلومات المتاحة. ولاختبار مدى صحة الفرضيات الأساسية المتعارف عليها لكفاءة السوق حسب آراء المستثمرين واتجاهاتهم حولها، للوقوف على مدى التأثير على دور سوق الأسهم في تخصيص الموارد الاقتصادية والمالية في الاقتصاد الوطني.

تمثل مجتمع الدراسة في مجموعه من المستثمرين في البورصة الفلسطينية. إلا إنه في ظل اتساع حجم مجتمع البحث. ولضيق الوقت، وصعوبات تجميع البيانات من مفردات المجتمع، فقد اتجهت الدراسة لاختيار عينة صدفية من هذا المجتمع، قدرت بنحو 150 مفردة. وقد اعتمدت الورقة على أسلوب المراقبة الشخصية في توزيع وتعبئة الاستبيان المعد لهذا الغرض.

الإطار النظري للدراسة:

مفهوم كفاءة السوق:

يشير مفهوم كفاءة السوق إلى تلك الدرجة التي تعكس فيها أسعار الأسهم على وجه السرعة المعلومات الحالية في موقع السوق. الأمر الذي يقود إلى تحركات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل حسب ما إذا كانت المعلومات سارة أم غير سارة (المعهد العربي للتخطيط، 2004). وغالباً ما تتمثل هذه المعلومات في القوائم المالية، أو المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو السجلات التاريخية لأسعار الأسهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة أو الحالة الاقتصادية للصناعة على أداء المنشأة.

مقومات الكفاءة الكاملة لسوق الأسهم:

- لتحقيق الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient فإنه ينبغي أن يتوافر الخصائص التالية: (درويش، 2009)
1. توافر المعلومات: بمعنى أن يتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار عمليات البيع والشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة.
 2. توافر السيولة: بمعنى توافر القدرة على بيع وشراء الأسهم بسرعة وسهولة في السوق بسعر محدد ومعروف، بما يضمن عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناء على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية.
 3. عمق واتساع السوق: بمعنى وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين والراغبين في القيام بالبيع والشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار الجارية في السوق. وكذلك عدد كبير من الشركات المدرجة لتوفير القدرة على الاختيار بين الأسهم.
 4. انخفاض تكلفة إجراء المعاملات في السوق: كلما كانت تكلفة التعامل منخفضة كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس هذه التكلفة بناء على نسبتها إلى قيمة المعاملة نفسها، وهو ما يعرف بالكفاءة الداخلية للسوق.
 5. اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم. وتفضيل المتعاملين لأن تتعدل الأسعار بسرعة بناء على المعلومات الخارجية الجديدة.

أنواع كفاءة السوق:

لا يزال مفهوم الكفاءة يتصف بعدم الوضوح، ويحتاج إلى بعض التوضيح. لذلك، سوف يسعى الجزء التالي إلى تصنيف كفاءة السوق إلى ثلاثة أنواع رئيسية، تتمثل فيما يلي:

1- كفاءة تخصيص الموارد: Allocation Efficiency: يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة.

2- كفاءة التشغيل: Operational Efficiency: تعرف أحياناً بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي من الأفراد أو الجهات (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

3- كفاءة المعلومات: Informational Efficiency: تعرف أحياناً بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية. وهي تعبر عن سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتحمل هؤلاء المتعاملين في السوق تكاليف كبيرة في سبيل الحصول عليها، بحيث أنها تضمن أن يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فكافة المشاركين يمتلكون نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. (الهندي، 2002).

فرضيات كفاءة سوق الأسهم:

هناك ثلاث فرضيات رئيسية لكفاءة السوق، تتمثل فيما يلي (المقابلة وبرهوم، 2003):

الجدول (1) الفرضيات الرئيسية لكفاءة سوق الأسهم

التأثير	المفهوم	الفرضية
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناءً على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي	أن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	الصياغة الضعيفة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناءً على تحليل هذه المعلومات العامة	أن كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	الصياغة المتوسطة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناءً على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة	أن كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة	الصياغة القوية للكفاءة

نبذة عن البورصة الفلسطينية:

في مطلع عام 1995 أدرك عدد من رواد القطاع الخاص الفلسطيني أهمية إنشاء سوق حديثة متطورة ومنظمة جيداً لتسهيل التعامل بالأوراق المالية في فلسطين، وكان الهدف هو استقطاب وحشد رأس المال المحلي والأجنبي لقطاع الأعمال من خلال التمويل طويل الأجل للمشاريع الإنتاجية ومشاريع البنية التحتية.

ومع توقيع اتفاقية تشغيل سوق الأوراق المالية، كشركة مساهمة خاصة، مع السلطة الوطنية الفلسطينية من أواخر عام 1996، تحققت الفكرة وبدأ التداول الفعلي في السوق بتاريخ 18/2/1997 باستخدام التقنية الالكترونية والآلية للتداول بالأوراق المالية. بدأت السوق بداية متواضعة، ولكنها متنامية، فمن بضع شركات مدرجة في السوق زاد العدد إلى 37 شركة في العام 2008، ومن المتوقع أن يزداد عددها بعد أن تم إنشاء هيئة سوق رأس المال التي تشرف على المؤسسات المالية، ومن ضمنها سوق فلسطين للأوراق المالية. وبالإضافة إلى الشركات المدرجة، اعتمدت السوق شركات وساطة مالية كأعضاء فيها، حيث بلغت عددها تسع شركات في عام 2008، لها مكاتب وفروع في معظم المدن الفلسطينية، ويتم التداول بأسهم الشركات المدرجة في السوق، من خلال هذه الشركات، بالدينار الأردني لمعظم الشركات المدرجة، مع وجود بعض الشركات التي يتم تداول أسهمها بالدولار الأمريكي. اعتمدت السوق في تموز 1997، رقماً لقياس مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لها، عرف باسم "مؤشر القدس"، تم فيه اختيار عينة من عشر شركات مدرجة ونشطة موزعة على جميع القطاعات الاقتصادية المعروفة في السوق، حيث تم ترجيح المؤشر بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتسابه، وتم اعتماد أسعار إغلاق جلسة تداول 1997/7/7 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساس 100 نقطة (www.p-e-x.ps).

مبررات إنشاء سوق الأسهم ومدى أهميته:

لقد جاء الإعداد والتجهيز لإنشاء سوق الأسهم في كمتطلب رئيسي لحشد الاموال للاستثمار ولاستقطاب الاموال الى فلسطين بسبب شح الموارد المالية، وللإصلاح الاقتصادي، وذلك بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي. (Abdelkarim & Alawni 2009)

وفي هذا الصدد يمكن تحديد أبرز المبررات لإنشاء سوق الأسهم المحلية فيما يلي:

- 1- زيادة معدل النمو الاقتصادي: بلا شك أن إحراز معدلات متزايدة للنمو يتطلب التغلب والقضاء على كافة القيود والمعوقات التي تعترض طريق التنمية الاقتصادية، والتي من أبرزها ضعف القدرة على تعبئة مصادر التمويل المتاحة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية. من هنا تتضح مدى أهمية إنشاء سوق للأسهم يهدف إلى استقطاب وتعبئة الموارد المالية وتنمية المدخرات، ومن ثم تشغيلها في تمويل المشاريع الاستثمارية، بما يحسن من مستويات الدخل ويخفض من معدلات البطالة، ويدفع مستوى النمو الاقتصادي.
- 2- دفع وزيادة دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية: يهدف برنامج إصلاح الاقتصاد الفلسطيني إلى دفع وزيادة دور القطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال زيادة دوره في خلق الاستثمار وفرص التوظيف. الأمر الذي يخلق مزيد من الضغوط على القطاع الخاص لتدبير المزيد من رؤوس الأموال لتمويل المشاريع الاستثمارية بعيداً عن البيئة الرسمية (الفيومي، 2003)
- 3- المساعدة في إنجاح سياسة الخصخصة: تؤدي عملية الخصخصة إلى تنشيط سوق رأس المال، ومن ثم فإن عملية تعبئة المدخرات وتشغيلها في تنفيذ المشروعات الاستثمارية لا يمكن أن يحدث إلا في ظل وجود أسواق مالية منظمة يتم فيها تداول الأسهم (Mensah, 2003).
- 4- تدني مقدرة الجهاز المصرفي على استثمار المدخرات المحلية: على الرغم من أهمية الدور الذي يلعبه الجهاز المصرفي في جذب وتعبئة المدخرات المحلية، إلا أنه توجد هناك العديد من المعوقات التي تحول دون مقدرة هذا الجهاز على جذب نسبة هامة من هذه المدخرات. وبالتالي، فإن السلطة تخسر نسبة هامة من تلك الأموال نتيجة هروبها للخارج أو توجيهها إلى قنوات استثمارية أخرى ربما لا تعمل في نطاق منفعة الاقتصاد الوطني. من هنا، فقد كان لابد من إيجاد قناة جديدة قادرة

على جذب كافة المدخرات وتحريرها من القيود والمخاوف لدى المستثمرين (Abdelkarim & Shaheen, 2009).

5- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين رؤوس الأموال المهاجرة: إن وجود بنية استثمارية منظمة تمثل أهم عناصر الجذب لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. فالاستثمار الأجنبي لا ينظر إلى الاقتصاديات ذات البنية غير المكتملة، والتي يرى أنها غير مستقرة بالقدر الذي يوفر له الضمانات ضد المخاطر التي طالما اتسمت بها البيئة الفلسطينية. أيضا فإن إعادة توطين رؤوس الأموال الوطنية المهاجرة يحتاج لإيجاد سوق أسهم يوفر الفرص الاستثمارية الجدية التي هاجرت تلك الأموال إلى خارج الاقتصاد الوطني تبحث عنها.

وعلى الرغم من أن التقنية الحالية في السوق قادرة على السماح بالتداول بأدوات مالية استثمارية عديدة، إلا أنه يتم حالياً التداول في السوق بالأسهم فقط، مع وجود خطط مستقبلية للسماح بالتداول بأوراق مالية أخرى (دعاس وطارق، 2010).

نتائج الدراسة

أولاً - نتائج التحليل الإحصائي لأداء السوق خلال الفترة من 1997-2010:

1- 1- الشركات المدرجة في السوق: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين:
الجدول 2: عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام

السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي
1997	19	0
1998	20	5%
1999	21	5%
2000	24	14%
2001	24	0
2002	24	0
2003	24	0
2004	26	8%
2005	28	7%
2006	33	18%
2007	35	6%
2008	37	6%
2009	38	3%
2010	40	5%

يتضح من الجدول (2) أن عدد الشركات المدرجة في السوق في نهاية عام 1997م تسع عشرة شركة، أما نهاية عام 2004م وصل عدد الشركات المدرجة في السوق ست وعشرون شركة، وقد تم إدراج شركتين خلال سنة 2005 بنسبة زيادة 7.7%، وأربع شركات خلال عام 2006 بنسبة زيادة 18%، وشركتين خلال عام 2007 بنسبة زيادة 6%، وشركتين خلال عام 2008 بنسبة زيادة 6%. ويبلغ عدد الشركات لغاية نهاية 2010 حوالي 40 شركة مدرجة.

1- 2- القيمة السوقية للشركات المدرجة: تطور القيمة السوقية في بورصة فلسطين:

الجدول (3): القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية كل عام

السنة	القيمة السوقية	نسبة التغير السنوي
1997	529,057,368	0
1998	587,876,243	11%
1999	848,935,775	44%
2000	766,018,025	-9%
2001	722,631,785	-5%
2002	576,593,466	-20%
2003	650,468,928	13%
2004	1,096,525,380	69%
2005	4,456,182,377	306%
2006	2,728,811,088	-39%
2007	2,474,679,018	-9%
2008	2,907,247,294	17%
2009	2,820,029,875	-4%
2010	2,678,028,812	-5%

يبين الجدول (3) القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 1997م 529,057,368 دولار وفي نهاية عام 1998م قدرت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 587,876,243 دولار بنسبة زيادة 11%، أما في نهاية عام 2000م فبلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 766,018,025 دولار أي تراجع بنسبة 10%، وفي نهاية عام 2001م واصلت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات التراجع فبلغت قيمتها 722,631,785 دولار أي بنسبة تراجع 6%، وكما تراجعت في نهاية عام 2002م بنسبة 20% حيث بلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 576,593,466 دولار، أما في نهاية عام 2003م قدرت القيمة السوقية لأسهمها 650,468,928 دولار بزيادة 13%، وفي نهاية عام 2004م قدرت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 1,096,525,380 دولار بنسبة زيادة 69%، وصلت القيمة السوقية إلى 4,456,182,377 دولار مع نهاية العام 2005م، وفي نهاية عام 2006م بلغت القيمة السوقية 2,728,811,088 بتراجع بنسبة 39% عما كانت عليه في نهاية العام السابق، أما في نهاية شهر سبتمبر لعام 2008م ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 17% فبلغت 2,907,247,294 دولار. وانخفضت 5% سنة 2010.

1- 3- قيم التداول: تطورت قيم التداول للأسهم في بورصة فلسطين:

الجدول (4): قيمة الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

السنة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	25,158,471	0
1998	68,642,344	% 172
1999	150,243,919	% 118
2000	188,982,443	% 26
2001	74,528,351	% 61-
2002	45,084,654	% 40-
2003	58,326,445	% 29
2004	200,556,709	% 243
2005	2,096,178,223	% 946
2006	1,067,367,951	% 49-
2007	813,469,091	% 24-
2008	1,048,719,180	29
2009	1,006,770,412	% 4-
2010	956,431,895	% 5-

يتضح من الجدول (4) أن قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 1997 م بلغت 25.158.471 دولار وفي خلال عام 1998 م زادت لكي تصل إلى 68,642,606 دولار بنسبة 173 % وفي خلال عام 1999 م واصلت قيمة الأسهم المتداولة في الارتفاع حيث بلغت 150,243,918 دولار بنسبة 119 %، أما خلال عام 2001 م أخذت قيمة الأسهم المتداولة بالتراجع حيث قدرت بمبلغ 74,528,351 دولار بنسبة 61 %، أما خلال عام 2003 م بدأت قيمة الأسهم المتداولة بالارتفاع حيث قدرت بمبلغ 58,326,444 دولار بنسبة 29 %، وصلت قيمة التداول خلال العام 2005 إلى 2.096 مليار دولار، وفي نهاية عام 2006 بلغت قيمة الأسهم المتداولة 1,067,367,951 بتراجع بنسبة 49 %، وفي نهاية عام 2007 م استمرت القيمة بالتراجع بنسبة 24 % لتصل إلى 813,469,091 دولار، وفي العام 2008 م بلغت قيمة الأسهم المتداولة 1,048,719,180 دولار بارتفاع بنسبة 29 %، وبانخفاض وصل إلى 5 % سنة 2010.

1- 4- عدد الأسهم المتداولة: تطور عدد الاسهم المتداوله في بورصة فلسطين:

الجدول (5): عدد الأسهم المتداولة في نهاية كل عام

السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير
1997	10,000,276	0
1998	16,782,498	%68
1999	68,892,607	%311
2000	93,351,075	%36
2001	33,456,535	%64-
2002	18,666,938	%44-
2003	40,350,788	%116
2004	103,642,845	%157
2005	369,567,295	%257
2006	222,689,351	%40-
2007	299,422,814	%34
2008	288,086,726	%4-
2009	281,830,524	%3-
2010	275,574,000	%4-

يتضح من الجدول (5) أن عدد الأسهم المتداولة في السوق عام 1997م 10,000,276 سهماً، وفي خلال عام 1998م وصل عدد الأسهم المتداولة 16,782,498 سهماً بنسبة 68%، وكذلك خلال عام 1999م زادت عدد الأسهم المتداولة فبلغ 68,892,607 سهماً بنسبة 311%، أما خلال عام 2001م تراجع عدد الأسهم المتداولة لكي يصل إلى 33,466,535 سهماً بنسبة تراجع 44%، أما خلال عام 2003م أخذ عدد الأسهم المتداولة بالزيادة حيث بلغ عددها 40.350.788 سهماً بنسبة 116%، في حين بلغ عدد الأسهم المتداولة عام 2005م 103,642,845 سهماً بنسبة زيادة 157%، وفي خلال عام 2006م تراجع عدد الأسهم المتداولة إلى 222,689,351 بنسبة تراجع 40%، أما خلال العام 2007م ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى 299,422,814 بنسبة 34%، أما من بداية العام 2008 حتى نهاية سبتمبر من نفس العام فبلغ عدد الأسهم المتداولة 288,086,726 بنسبة 4%.

1- 5- أداء مؤشر القدس خلال الفترة من 1997 - 2010: تطور مؤشر القدس

الجدول (6): قيمة مؤشر القدس في نهاية كل عام

السنة	قيمة المؤشر	التغير السنوي
1997	139.13	0.00
1998	154.98	% 11
1999	236.76	% 53
2000	207.62	% 12-
2001	195.00	% 6-
2002	151.16	% 22-
2003	179.81	% 19
2004	277.56	% 54
2005	1128.59	% 307
2006	605	% 46-
2007	527.26	% 13-
2008	644.84	% 22
2009	490,24	% 24 -
2010	506,62	% 4

يتضح من الجدول (6) ما يلي: تم إطلاق مؤشر القدس في مطلع عام 1997م، وبدء 100 نقطة وهو مرجح بالقيمة، وارتفع المؤشر في نهاية عام 1997م إلى 139.13 نقطة وكانت نسبة الارتفاع 39.13%، واصل في الارتفاع في نهاية عام 1999م إلى 236.76 نقطة بنسبة 53%، وفي نهاية عام 2000م وبسبب اندلاع انتفاضة الأقصى تراجع المؤشر إلى 207.62 نقطة بنسبة 12% وفي نهاية عام 2001م استمر المؤشر في التراجع فوصل إلى 195 نقطة بنسبة 6%، أما في نهاية عام 2003م عاد المؤشر يرتفع حيث وصل إلى 197.81 نقطة بنسبة 31%، في نهاية العام 2005 وصل المؤشر إلى 1128.59 بنسبة ارتفاع 307%، وفي عام 2006 بلغت قيمة المؤشر 605 نقطة بانخفاض بنسبة 46%، وفي نهاية عام 2007م بلغت قيمة المؤشر 527.26 نقطة بتراجع 13%، وفي نهاية سبتمبر 2008م بلغ قيمته 644.84 نقطة بارتفاع 22%. وانخفض بشكل كبير في 2009 بسبب أحداث غزة، حيث خسر 23% من قيمته السوقية، ليرتفع إلى 4% مع نهاية العام 2010.

1- 6- نسبة التغير: والجدول الآتي يوضح ملخصاً لمدى التغير الذي حصل لمؤشر القدس خلال الفترة السابقة، وقد تم تقسيم هذه الفترة الكلية إلى فترتين الأولى تبدأ من بدا التداول في البورصة ولغاية سنة 2005 على اعتبار ان أداء السوق سنة 2005 كانت شاذاً حتى في كل الاسواق المالية العالمية، والفترة الثانية تبدأ من 2006 ولغاية 2010، والجدول التالي رقم (7) يوضح نتائج أداء البورصة خلال الفترتين.

الجدول (7) نسب التغير في أداء البورصة

المؤشر	الفترة الزمنية	مقدار التغير	نسبة التغير
عدد الشركات المدرجة	2005 - 1998	28 - 20	40%
القيمة السوقية للأسهم	-	4.456.182.377-587.876.243	600%
قيمة الاسهم المتداولة	-	2.096.178.223-68.642.344	3000%
عدد الاسهم المتداولة	-	369.567.295-16.782.498	2000%
قيمة مؤشر القدس	-	1128 - 154,98	600%
عدد الشركات المدرجة	2010 - 2005	40 - 28	40%
القيمة السوقية للأسهم	-	2.678.028.812-4.456.182.377	66%-
قيمة الاسهم المتداولة	-	956.431.895-2.096.178.223	119%-
عدد الاسهم المتداولة	-	275.574.000-369.567.295	34^%-
قيمة مؤشر القدس	-	506 - 1128	123%-

ثانياً - نتائج التحليل الميداني لاستكشاف كفاءة سوق الأسهم المحلية:

تستعرض الورقة في هذا الجزء نتائج الدراسة الميدانية، حيث تم توزيع نحو 150 استمارة لاستطلاع الرأي، بلغت الردود والاستجابات لهذه الاستمارة نحو 135 استجابة، أي أن معدل الاستجابة بلغ نحو 90%.

1-2 - دوافع الاستثمار في سوق الأسهم المحلية: يوضح الجدول (8) نتائج تحليل دوافع المواطنين للإقبال على الاستثمار في سوق الأسهم المحلية، وهي على النحو التالي:

الجدول (8): دوافع الأفراد للاستثمار في سوق الأسهم المحلية

البيان	%
الربح السريع	37.1
سهولة تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية	18.0
عدم وجود قنوات استثمارية أخرى بديلة ومفيدة	15.3
وجود صعوبات في الاستثمار في القطاعات الإنتاجية البديلة	12.3
تقليد ومحاكاة الآخرين	10.8
أخرى	6.6

يتضح من الجدول (8) أن دوافع الربح السريع وسهولة التحويل إلى سيولة نقدية لا تزال هي الأسباب الأكثر أهمية وراء الإقبال المتزايد للمواطنين على الاستثمار في سوق الأسهم. في حين جاءت دوافع عدم وجود بدائل استثمارية وصعوبات الاستثمار في القطاعات الإنتاجية الأخرى كأهمية نسبية أقل. إلا إنه بإعادة بلورة الجدول السابق بعد تجميع العناصر المتشابهة في مجموعات معاً، ينتج الجدول التالي:

2-2 - مصادر السيولة النقدية: يوضح الجدول (9) المصادر التي يعتمد عليها الأفراد في الحصول على السيولة النقدية لاستثماراتهم في سوق الأسهم المحلية، وذلك كما يلي:

الجدول (9): مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم

البيان	%
المدخرات الشخصية	71
قروض بنكية (تسهيلات)	21
الاقتراض من جهة العمل أو من الزملاء	6
بطاقات ائتمان	2
الإجمالي	100

يتضح من الجدول (9) أن المدخرات الشخصية تمثل المصدر الرئيسي لسيولة الأفراد لتغطية استثماراتهم في السوق، وذلك بنحو 71%. أما نحو 21% من المستثمرين، فيعتمدون على التسهيلات البنكية للحصول على السيولة النقدية لاستثماراتهم في سوق الأسهم، ونحو 6% يتوجهون للاقتراض من جهات عملهم أو زملائهم، ونحو 2% يعتمدون على بطاقات الائتمان في تدبير هذه السيولة.

3-2- متوسط حجم استثمارات الأفراد في سوق الأسهم المحلية: يوضح الجدول (10) أن نحو 61.5% من إجمالي المستجيبين كان حجم استثماراتهم يقل عن نحو 500 ألف ريال، في حين أن نحو 17.8% منهم تراوح حجم استثماراتهم بين 500 ألف إلى مليون ريال، وأن نحو 14.1% منهم تراوحت استثماراتهم بين واحد إلى خمسة ملايين ريال، في حين أن نحو 6.7% منهم فقط تجاوز حجم استثماراتهم نحو 5 مليون ريال.

الجدول (10): متوسط حجم استثمارات الأفراد في سوق الأسهم المحلية

البيان	التكرار	%
أقل من 50 ألف دولار	83	61.5
من 50 ألف دولار الى 100 ألف	24	17.8
من 100 ألف الى 200 ألف دولار	19	14.1
أكثر من 200 ألف دولار	9	6.7
الإجمالي	135	100.0

تبين أن نحو 79.3% من المستثمرين يقل حجم استثماراتهم عن الـ 100 ألف دولار. بمعنى آخر أن هذه النسبة يمكن أن تكون مؤشراً جيداً يدل على أن النسبة الغالبة من المتعاملين في السوق هم من ذوي الدخول المتوسطة، أي أنهم من صغار المستثمرين في السوق.

أما عن الجانب الأكثر أهمية في هذا الإطار، فهو أن نحو 20.80% من إجمالي الردود كانت حجم استثماراتهم تزيد عن 100 ألف دولار. وإذا تم إسقاط هذه النسبة على مجتمع البحث، والذي يقدر بنحو 10 آلاف مستثمر في السوق المالي، فسوف يتم الوصول إلى أن نحو 8000 مشارك في سوق الأسهم المحلية قد تصل قيمة استثماراتهم نحو 100 ألف دولار. الأمر الذي يدل على القدر الكبيرة من الأموال الموجهة إلى هذا السوق. ومن ثم، فإن عدم كفاءة تشغيل هذا القدر من الثروة من المؤكد سيؤدي إلى عدم تخصيصها بالشكل المناسب، بما يقود إلى حالة من الهدر لهذه الموارد النادرة في المجتمع الفلسطيني.

4-2- تقييم مهارات ووعي المستثمرين بتقنيات التعامل في السوق: يوضح الجدول (11) تقييم الأفراد لدى مهاراتهم وخبراتهم في التعامل في سوق الأسهم، وذلك كما يلي:

الجدول (11): تقييم درجة وعي المستثمرين بتقنيات التعامل في سوق الأسهم

لا أعرفها ولا أمتلكها		امتلكها إلى حد ما		امتلكها بشكل كبير		البيان
%	تكرار	%	تكرار	%	تكرار	
65	88	26	35	9	12	التحليل الفني للأسهم
63	84	21	29	16	22	التحليل الأساسي للأسهم
89	120	8	11	3	4	تنفيذ الأوامر المفتوحة بالسوق

بالتحديد، يوضح الجدول (11) أن تقييم الأفراد لمستويات مهاراتهم وخبراتهم كان يعبر عن افتقارهم إلى حد ما للمهارات الأساسية المطلوبة للتعامل في سوق الأسهم، حيث أن نحو 65% من المتعاملين في السوق أفادوا بأنهم لا يعرفون شيئاً عن التحليل الفني للأسهم، وأن نحو 63% لا يعرفون شيئاً عن التحليل الأساسي، في حين أن نحو 89% لم يعرفوا كيفية تنفيذ الأوامر المفتوحة في السوق. بل من الهام جداً ذكر أن النسبة الكبيرة من كافة الردود أفادت بأنها لا تمتلك هذه المهارات الثلاثة، أي أنها لا تحترفها أو لا تمتلكها.

ولما كان سوق الأسهم يتصف بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، كما أن التعامل الكفء في هذا السوق والقدرة على تحقيق أرباح فيه تستلزم أن يتصف هؤلاء المتعاملين بالفعالية، فإنه يفترض أن يكونوا على قدر كبير من الوعي بتقنيات التعامل، أي أنه لا يكفي معرفتهم بالتقنية، ولكن يتطلب امتلاك مهارة التعامل معها. لذلك، فإن هذه الدراسة تفترض أن من يمتلك تلك التقنيات بشكل متوسط على أنه لا يتعامل بالكفاءة المطلوبة في السوق. لذلك، إذا تم إضافة نسب من لا يعرفون هذه التقنية ولا يمتلكونها إلى نسب من يمتلكونها إلى حد ما يكون الناتج سلبي للغاية، وفي غير صالح كفاءة ووعي المستثمرين في السوق المحلي، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول (12): مدى الوعي لدى المستثمرين في سوق الأسهم المحلية

عدم وعي المستثمر		وعي المستثمر		البيان
%	تكرار	%	تكرار	
91	123	9	12	التحليل الفني للأسهم
84	113	16	22	التحليل الأساسي للأسهم
97	131	3	4	تنفيذ الأوامر المفتوحة بالسوق

يتضح من الجدول (12) أن درجة وعي المستثمرين في سوق الأسهم المحلية جاءت متدنية، حيث أن درجة وعيهم بالتحليل الفني بلغت نحو 9%، وان وعيهم بالتحليل الأساسي وتنفيذ الأوامر المفتوحة لم تتجاوز نحو 16% و3% على التوالي. وعليه، فيمكن صياغة الجدول رقم (12) في شكل مجمع لدى وعي المستثمر بتقنيات التعامل في السوق من خلال تجميع نسب تقييم هذا الوعي للتقنيات الثلاثة المفترضة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول (13): تقييم مدى وعي المستثمرين في سوق الأسهم

البيان	تكرار	%
وعي المستثمر	13	10
عدم وعي المستثمر	122	90
الإجمالي	135	100

يتضح من الجدول (13) أن نسبة 90% من إجمالي الردود والإجابات جاءت تعبر عن عدم امتلاك المتعاملين في السوق للمهارات والخبرات الضرورية للاستثمار في السوق، في حين أن نحو 10% فقط هم من يمتلكون هذه المهارات. وبناء على نتائج الجدول رقم (13) يمكن تحديد درجة تقييم الأفراد لدى كفاءة وعيهم الاستثماري في السوق بأنها درجة كفاءة ضعيفة جداً.

5-2- العناصر التي يعتمد عليها الأفراد في صنع القرارات الاستثمارية في السوق:

يوضح الجدول (14) تقييم المتعاملين في السوق للعناصر الرئيسية التي يعتمدون عليها في صنع قراراتهم الاستثمارية، وذلك كما يلي:

الجدول (14): الأهمية النسبية لعناصر صنع القرار الاستثماري في سوق الأسهم المحلية

البيان	اعتماد كبير	اعتماد متوسط	عدم اعتماد
مؤشر السوق	47	44	9
المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام	30	33	38
السجلات التاريخية لأسعار الأسهم	28	29	43
تقارير الحالة الاقتصادية والمالية للشركات	35	35	30
معلومات من الأصدقاء والأقارب	49	40	11
منتديات الأسهم على الإنترنت	20	30	50
مستشارون ومتخصصون في تحليل الأسهم	13	21	66

يتضح من الجدول (15) أن مؤشرات السوق، وتقارير الحالة الاقتصادية، والمعلومات المأخوذة عن الأصدقاء والأقارب نالت المراتب ذات الأهمية الأعلى كعناصر يعتمد عليها المتعاملين في السوق في صنع قراراتهم الاستثمارية. وبناء عليه، فإنه يمكن إعطاء ترتيب لهذه العناصر حسب أولويتها لدى المتعاملين في سوق الأسهم المحلية على النحو التالي:

الجدول (15): عناصر صنع القرار الاستثماري مرتبة تنازلياً حسب أهميتها

الترتيب	البيان
1	مؤشر السوق
2	معلومات من أصدقاء ومعارف
3	تقارير الحالة الاقتصادية والمالية للشركات
4	المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام
5	السجلات التاريخية لأسعار الأسهم
6	مستشارون ومتخصصون في تحليل الأسهم
7	منتديات الأسهم على الإنترنت
8	أخرى

6-2- مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق: يبرز الجدول رقم (16) مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في سوق الأسهم المحلية، وذلك على النحو التالي:

الجدول (16): المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق (%)

البيان	متوافر بشدة	متوافر إلى حد ما	غير متوافر
يمكن الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة ودقة	9.6	45.2	45.2
يمكن بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وبسهولة	52.1	41.9	6.0
يوجد بالسوق عدد كبير من البائعين والمشتريين	29.3	45.2	25.5
لا يستطيع أيا من المتعاملين في السوق التأثير على أسعار الأسهم	17.7	40.9	41.3
انخفاض تكاليف التعامل في السوق (وبخاصة النسبة التي تحصلها البنوك على كل عملية)	26.7	36.3	37.0
تتحرك أسعار الأسهم في السوق حسب المعلومات عن شركات هذه الأسهم	21.7	43.5	34.8
يتصف المتعاملين في السوق بالوعي الاستثماري	6.3	54.7	39.0
يمتلك كافة المتعاملين في السوق نفس الفرصة لتحقيق الأرباح	11.5	35.3	53.2
لا يوجد بالسوق تجار ومتخصصون يمكنهم تحقيق أرباح أعلى عن بقية المتعاملين	8.4	22.6	69.0
يوجد بالسوق عدد مناسب وكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول	21.0	47.5	31.5

هدف الجدول (16) إلى تقييم مدى توافر أو وجود مؤشرات رئيسية تعبر عن مدى المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذا السوق. وجدير بالإشارة أن هذه الورقة قد اختارت هذه العناصر بناء على تحديد معايير وعناصر مقومات الكفاءة الكاملة للسوق. بمعنى آخر أنه قد تم اختيار المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين لكي تعبر في حد ذاتها عن مدى توافر مقومات الكفاءة الكاملة في سوق الأسهم المحلية.

وتشير النتائج في الجدول (16) إلى أن تقييمات الأفراد لدى توافر هذه العناصر جاءت متباينة من عنصر لآخر، بما يعبر على أن هناك عناصر متوافرة وبشدة في السوق الفلسطيني، في حين أن هناك عناصر أخرى غير متوافرة في هذه السوق. ويوضح الجدول رقم (17) شكلاً أكثر تعبيراً عن تقييم الأفراد لدى كفاءة كل عنصر من هذه العناصر في الجدول التالي:

الجدول (17): تقييم مدى كفاءة كل عنصر من مقومات الكفاءة الكاملة

كفاءة ضعيفة	كفاءة متوسطة	كفاءة قوية	البيان
●			يمكن الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة ودقة
		●	يمكن بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وبسهولة
	●		يوجد بالسوق عدد كبير من البائعين والمشتريين
●			لا يستطيع أي من المتعاملين في السوق التأثير على أسعار الأسهم
●			انخفاض تكاليف التعامل في السوق (وبخاصة النسبة التي تحصلها البنوك على كل عملية)
	●		تتحرك أسعار الأسهم في السوق حسب المعلومات عن شركات هذه الأسهم
●			يتصف المتعاملون في السوق بالوعي الاستثماري
●			يملك كافة المتعاملون في السوق نفس الفرصة لتحقيق الأرباح
●			لا يوجد بالسوق تجار ومتخصص يمكنهم تحقيق أرباح أعلى عن بقية المتعاملين
	●		يوجد بالسوق عدد مناسب وكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول
●●●			إجمالي مرجح

وبالأخذ في الاعتبار مقومات الكفاءة الكاملة لسوق الأسهم التي وردت في تحليل الإطار النظري في النقطة (2) فقط، يتضح من الجدول (17) أن عنصر واحد فقط من مقومات الكفاءة الكاملة نال تقييم الكفاءة القوية في سوق الأسهم المحلية حسب مرنثيات المتعاملين، هو إمكانية بيع وشراء الأسهم في السوق بسرعة وسهولة. في المقابل، جاء تقييم ستة عناصر كمقومات ضعيفة للكفاءة، هي عدم وعي المستثمرين، وارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وعدم توافر نفس الفرصة العادلة لكافة المتعاملون لتحقيق الأرباح، ووجود تجار وصناع السوق وإمكانية تحقيقهم لأرباح غير عادية عن بقية المتعاملين. أما بقية العناصر فجاءت كمقومات متوسطة الكفاءة.

من خلال التجميع والترجيح التوصل إلى أن التقييم الشامل لكافة العناصر يتحدد في أن السوق يعمل في ظل درجة كفاءة متوسطة، وتقترب من الدرجة الضعيفة أكثر من اقترابها من الدرجة القوية للكفاءة. بمعنى أن درجة كفاءة مقومات الكفاءة الكاملة للسوق هي كفاءة متوسطة.

7-2- مدى صحة فرضيات الكفاءة في سوق الأسهم المحلية: يوضح الجدول رقم (18) مدى رؤية المتعاملين في السوق لدرجة كفاءة السوق حسب فرضيات الكفاءة المتعارف عليها، وذلك كما يلي:

الجدول (18) تقييم الأفراد لكفاءة السوق حسب فرضيات الكفاءة المتعارف عليها

البيان	موافق	غير موافق
يمكن التنبؤ بسعر سهم معين بناء على تحليل المعلومات عن هذا السهم في الماضي	65	35
يمكن التنبؤ بسعر سهم معين بناء على تحليل المعلومات عن هذا السهم في الماضي والحاضر	36	64
السعر الحالي لسهم معين يعكس كافة المعلومات المتاحة عن هذا السهم في الماضي والحاضر والمستقبل	8	92

يوضح الجدول (18) أن إمكانية تنبؤ الأفراد بأسعار الأسهم بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعارها وكمياتها لا تزال غير متاحة لنحو 65% من المتعاملين في السوق، 47% من هؤلاء المتعاملين أفادوا بمقدرتهم على هذا التنبؤ. 65% منهم غير قادرين على تحقيق أرباح غير عادية اعتمادا على تحليل معلومات السجلات التاريخية للأسهم. وقد أفاد نحو 64% من إجمالي الردود بمقدرتهم على التنبؤ بأسعار الأسهم بناء على تحليل المعلومات الحالية والماضية، أي أنهم قادرون على تحقيق أرباح غير عادية بناء على تحليل معلومات الحاضر والماضي. أما بالنسبة للفرضية الأخيرة، والتي تشير إلى أن الأسعار الحالية للأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة في الماضي والحاضر، فقد جاءت ردود نحو 92% من إجمالي الردود بعدم موافقتهم على هذه الفرضية، في مقابل موافقة نحو 8% فقط.

هذا ويمكن إعادة بلورة مدى موافقة المستجيبين حول فرضيات كفاءة السوق كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول (19) مدى موافقة الأفراد على صياغات كفاءة السوق (%)

البيان	موافق	غير موافق
فرضية الكفاءة الضعيفة	65	35
فرضية الكفاءة المتوسطة	36	64
فرضية الكفاءة القوية	8	92

يتضح من الجدول (19) أن موافقة المتعاملين على كون سوق الأسهم الفلسطينية يخضع لكفاءة السوق القوية جاءت متدنية بشكل واضح، حيث أن نحو 92% أشاروا إلى أن السوق لا يعمل وفقا للكفاءة القوية. كما أشار نحو 64% منهم إلى أن السوق أيضا لا يعمل وفقا لصياغة الكفاءة المتوسطة، في حين جاءت موافقة نحو 65% من إجمالي الردود على أن السوق يخضع لصياغة الكفاءة الضعيفة كسوق أسهم. ويوضح ذلك أن سوق الأسهم المحلية يخضع بشكل كبير لصياغة الكفاءة الضعيفة للسوق.

8-2- الآثار على الأفراد المستثمرين:

يوضح الجدول (20) مدى ربحية المتعاملين في السوق، 35.6% من إجمالي المتعاملين الذين تم استقصاؤهم حققوا أرباح، في حين أن نحو 64.4% منهم لحقت بهم خسائر.

الجدول (20) مدى ربحية وخسارة المتعاملين في السوق

البيان	%
رابح	35.6
خاسر	64.4

أما بالنسبة لمستويات العائد المحققة، فيوضح الجدول رقم (19) أن نحو 24% من الذين حققوا أرباح قد حققوا عائد اقل من 10%، وأن نحو 36% منهم حققوا عوائد ما بين 11 إلى 25%، وأن نحو 24% حققوا عوائد بين 26 إلى 50%، في حين أن نحو 11% منهم حققوا عوائد تقع بين 51% إلى 100%، وأخيرا فقط نحو 5% هم الذين حققوا عوائد تزيد عن 100%.

الجدول (21) معدلات العائد المحققة

البيان	%
عائد أقل من 10%	24.0
عائد بين 11 إلى 25%	36.0
عائد بين 26 إلى 50%	24.0
عائد بين 51 إلى 100%	11.0
عائد أعلى من 100%	5.0

أما عن أسباب الخسارة، فتشير ردود المستجيبين - كما يتضح من الجدول رقم (22) - إلى وجود أسباب رئيسية وراء هذه الخسائر التي لحقت بالتعاملين، من أبرزها نقص الخبرة وعدم امتلاك المهارات الرئيسية للتعامل في سوق الأسهم، وبلغت هذه النسبة نحو 46.5%. في المقابل يوجد هناك أسباب أخرى أقل أهمية، جاءت في المرتبة الأولى منها عدم فعالية هيئة السوق المالية في الحد من انتشار الشائعات وتسرب المعلومات بنحو 25.6%، ثم تقلبات السوق بنحو 14%، ثم عدم الشفافية بنحو 14%، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول (22) الأسباب الرئيسية وراء خسائر المتعاملين في السوق

البيان	التكرار	%
نقص الخبرة	20	46.5
عدم فعالية هيئة السوق المالية في الحد من انتشار الشائعات وتسرب المعلومات	8	25.6
تقلبات السوق	6	14.0
عدم الشفافية	6	14.0
الإجمالي	43	100.0

إلا إنه بصفة عامة كان واضحاً أن نقص الخبرة وعدم امتلاك المهارات أو غياب الوعي الاستثماري وضعف رقابة هيئة سوق راس المال وانتشار الشائعات شكلت الأسباب الرئيسية وراء خسائر المتعاملين في السوق. وإذا أضيف إلى هذه النتيجة غياب وضعف دور المتخصصين والوسطاء في سوق الأسهم الفلسطينية، لأمكن معرفة مدى الآثار السلبية الواسعة لضعف خبرات ومهارات المتعاملين في السوق الفلسطيني.

يتضح مما سبق أن نحو نصف المتعاملين في السوق لحقت بهم خسائر من جراء مشاركتهم في السوق، وأن نحو الثلثين منهم حققوا عوائد تقل عن 25%. لذلك، فإنه يمكن تحديد درجة كفاءة السوق في التأثير على الأفراد المستثمرين فيه بأنها درجة ضعيفة.

ثالثاً - استكشاف كفاءة سوق الأسهم المحلية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني:

يسعى هذا الجزء لإعطاء تقييم شامل لكفاءة سوق الأسهم المحلية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، وذلك اعتماداً على نتائج التحليل الميداني. وفي هذا الإطار يمكن تجميع كافة نتائج المسح الميداني في الجدول التالي:

الجدول (23) النتائج الكلية لتقييم كفاءة سوق الأسهم المحلية

كفاءة ضعيفة	كفاءة متوسطة	كفاءة قوية	البيان
			أولاً: تقييم مدى توافر المقومات الرئيسية لكفاءة سوق الأسهم:
			(أ) مقومات عامة:
	●		1. دوافع الاستثمار في السوق
	●		2. مصادر الحصول على السيولة النقدية للاستثمار في سوق الأسهم
●			3. صنع القرار الاستثماري
●			4. الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق
●			(ب) مقومات الكفاءة الكاملة للسوق
●			(ج) مقومات الكفاءة التشغيلية للسوق
			ثانياً: تقييم دور سوق الأسهم المحلية في دعم الاقتصاد الوطني
●			(أ) الأثر على منفعة الأفراد
●			(ب) الأثر على تخصيص الموارد المالية
			التقييم الإجمالي
			الدرجة ضعيفة

يتضح من الجدول (23) مدى ضعف كفاءة سوق الأسهم، حيث اتضح أن هذا السوق لا يمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة، وذلك كما يلي:

1. لا يزال السوق يعاني من بعض الضعف، حيث أن دوافع الأفراد لا تنبع عن اقتناع بهذا السوق بقدر ما أنها تمثل هروبا من الاستثمار في القنوات الاستثمارية البديلة ومشكلاته.
2. أنه على الرغم من أن الجزء الأكبر من مصادر الحصول على السيولة النقدية يركز على المدخرات الشخصية للمستثمرين، إلا أن نسبة هامة منهم لا تزال تعتمد على القروض أو التسهيلات البنكية في توفير هذه السيولة.
3. أن القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق لا تزال تعتمد على مصادر ذات جودة ضعيفة، ومن ثم فإنها لا تزال بعيدة إلى حد ما عن مستوى الكفاءة المطلوبة.
4. أن درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق لا تزال عند مستويات متدنية.
5. أن السوق لا يمتلك العديد من المقومات المطلوبة للكفاءة الكاملة، سواء من حيث المعلومات أو سمات وخصائص السوق وغيرها.
6. أن مقومات الكفاءة التشغيلية للسوق لا تزال متدنية، ولا تحرز درجة الكفاءة المناسبة.

وبناء على ذلك، فقد اتضح أن هذا السوق لم يرقم بالدور المطلوب في دعم نمو الاقتصاد الوطني حتى الآن، وأن نسبة التداول وحجم المشاركة من قبل المستثمرين لا زالت قليلة، كما أن عدد الشركات الفاعلة والتي يتم التداول على أسهمها بشكل فاعل لا يتعدى 5-10 شركات من أصل 40 شركة مدرجة بالسوق المالي، وأنه في ظل ما يتاح له كان من المنتظر أن يقوم بدور أفضل. وقد ظهر ذلك من خلال اتضح درجة كفاءة متوسطة للسوق في دعم الاقتصاد الوطني.

من خلال التجميع للبيانات عن السوق المالي فقد اتضح أن سوق الأسهم المحلية يعمل وفقا لدرجة كفاءة ضعيفة إلى متوسطة، إلا أن هذه الدرجة تقترب من درجة الكفاءة الضعيفة أكثر من اقترابها من درجة المتوسطة. لذلك، فإنه من الهام جدا السعي للتعرف على آليات زيادة كفاءة السوق. وقد أوضح المتعاملين في السوق العديد من الاقتراحات لزيادة درجات هذه الكفاءة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول (24) مقترحات المتعاملين لزيادة كفاءة السوق

البيان	التكرار	%
نشر الوعي بين المشاركين في السوق عن طريق الدورات التدريبية والتوعوية من خلال وسائل الإعلام	25	30
الحاجة لمزيد من الشفافية والعدالة في حصول كافة المتعاملين على المعلومات بنفس الدقة وفي ذات الوقت	21	25.3
تفعيل رقابة هيئة السوق المالية وضعف التنسيق بينها وبين الجهات الأخرى	17	20.6
مطلوب وجود وسطاء وصناع في السوق	8	9.6
تخفيض عمولات البنوك على عمليات البيع والشراء	7	8.4
مزيد من الرقابة على الشركات في الإفصاح عن ميزانياتها وتقاريرها الاقتصادية	5	6.0
الإجمالي	83	100.0

يتضح من الجدول (24) أن نقص الوعي بين المشاركين في السوق عن طريق الدورات التدريبية والتوعوية من خلال وسائل الإعلام، وعدم الشفافية في التعامل في السوق كانت تشكل أبرز الأسباب التي من المعتقد أنها تسبب ضعف كفاءة السوق. لذلك، فقد أفاد أكثر من 55% بأن نقص الوعي وقلة الشفافية تعد من أبرز المتطلبات لرفع كفاءة السوق. يليها في الأهمية تفعيل هيئة السوق المالية بنحو 20.60%. يلي ذلك أسباب أخرى أقل أهمية.

الاستنتاجات:

سعت هذه الورقة لاستكشاف مدى كفاءة بورصة فلسطين من خلال إجراء مسح ميداني لآراء المتعاملين في السوق حول المشكلات والصعوبات التي تواجههم، تلك التي اعتمد عليها التحليل بشكل رئيسي في التعرف على مدى توافر مقومات الكفاءة التجميعية في السوق. اتضح من نتائج التحليل الميداني أن سوق الأسهم المحلية لا يمتلك العديد من المقومات الرئيسية للكفاءة، والتي من أبرزها عدم إمكانية الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة، وامتلاك الكثير من المتعاملين في السوق القدرة على التأثير على أسعار الأسهم، وارتفاع تكاليف التعامل في السوق، تحرك أسعار الأسهم في السوق في شكل مسارات عشوائية، بشكل لا يعبر عن المعلومات عن شركات هذه الأسهم. فلا يمتلك كافة المتعاملون في السوق نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ووجود طبقة كبيرة من التجار الذين يمكنهم تحقيق أرباح أعلى عن بقية المتعاملين. أيضا لا يوجد بالسوق عدد كافي من المستثمرين أو الشركات المدرجة على قائمة التداول. وقد اتضح بوجه عام أن هذا السوق يمتلك درجة كفاءة متوسطة.

فضلا عن ذلك، اتضح أن سوق الأسهم المحلية يعاني من العديد من جوانب الضعف، والتي من أهمها أن دوافع الأفراد لا تنبع عن اقتناع بهذا السوق بقدر ما أنها تمثل هروبا من الاستثمار في القنوات الاستثمارية البديلة ومشكلاته، وأن مصادر السيولة النقدية تقوم في جزء منها على القروض أو التسهيلات البنكية، كما أن القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق لا تزال تبنى على مصادر ذات جودة ضعيفة. إضافة إلى ذلك فقد اتضح تدني درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق، وتدني مقومات الكفاءة التشغيلية للسوق.

بالتحديد، فقد اتضح من نتائج التحليل أن سوق الأسهم المحلية يعمل وفقا لدرجة كفاءة ضعيفة إلى متوسطة، إلا إن هذه الدرجة تقترب من درجة الكفاءة الضعيفة أكثر من اقترابها من درجة الكفاءة المتوسطة. كما أن هذا السوق من المحتمل أن يكون له العديد من الآثار السلبية على الأفراد، وأيضا على تخصيص الموارد المالية. ومن ثم، يمكن استنتاج أن سوق الأسهم الفلسطينية لم يلعب حتى الآن الدور المرضي والمطلوب في دعم الاقتصاد الوطني، وأنه في ظل ما يتاح له كان من

المنتظر أن يقوم بدور أفضل. وهذا ما يتفق مع نتائج بعض الدراسات التي توصلت لنتائج مشابهه (Abdelkarim & Alawni, 2009; Shaheen, 2006,2007)

التوصيات:

- في ضوء نتائج هذه الدراسة، فقد تم التوصل إلى التوصيات التالية:
1. الحاجة لمزيد من الشفافية والعدالة في حصول كافة المتعاملين على المعلومات الجيدة بنفس الدقة وفي ذات الوقت.
 2. نشر الوعي بين المشاركين في السوق عن طريق الدورات التدريبية والتوعية من خلال وسائل الإعلام.
 3. تفعيل دور هيئة سوق رأس المال. من خلال مزيد من الرقابة على الشركات في الإفصاح عن ميزانياتها وتقاريرها الاقتصادية. وعلى عمليات السوق أيضاً.
 4. السماح بإيجاد وسطاء وصناع في السوق لخلق فاعلية أكثر بالسوق.
 5. تخفيض او الغاء عمولات التداول على عمليات البيع والشراء بالسوق.
 6. الرقابة والحد من تحركات كبار المستثمرين المضرة بصغار المستثمرين وخاصة الافراد منهم. من خلال رقابة صارمة على عمليات التداول.

المراجع:

- المعهد العربي للتخطيط (2004)، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، الكويت، مارس.
- الصفحة الالكترونية لبورصة فلسطين للأوراق المالية www.p-e-x.ps
- الفيومي، نضال احمد، 2003، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2، ص ص 322-333.
- المقابلة، على حسين، وسمير برهومة، 2002، كفاءة سوق عمان المالي - قطاع البنوك والشركات المالية، مجلة الإدارة العامة، المجلد 41، العدد 4، ص ص 747 - 772.
- الهندي، منير إبراهيم، 2002، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف.
- ابو قرع، بشار، 2003، " اختبار مدى كفاءة سوق فلسطين للاوراق المالية على المستوى الضعيف " رسالة ماجستير. الجامعة الاردنية.
- دعاس وطارق الحاج، 2010، " تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس " مجلة جامعة النجاح الوطنية.
- درويش، مروان، " اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف " مجلة جامعة القدس المفتوحة، 2009.
- Shaheen, Y. (2006), "Informational Efficiency of Palestine Securities Exchange (PSE)". **PhD Dissertation**. The Arab Academy for Banking and Financial Sciences. Jordan.

- Fama, E., (1991), "*Efficient capital markets II*", **The Journal of Finance**, 46, pp.1575-1617.
- Mensah, S. (2003), "*The Essentials of An Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators*
- Abdelkarim & Shaheen "*Investor Perception of Information Disclosed in Financial Reports of Palestine Securities Exchange Listed Companies*" **Accounting & Taxation, 1 (1)**. 2009.
- Abdelkarim N. & Alawni (2009). "*The Relationship between Corporate Governance and Performance of the Palestinian Firms*": An Empirical Study. International, **Journal of Business and Finance Research**, Vol 3, No 2
- Abdelkarim, N., & Shahin, Y. (2007). "*Empirical Testing of the Informational Efficiency of Palestine Securities Exchange*". **Al-Quds Open University Journal**, Ramallah, Palestine.