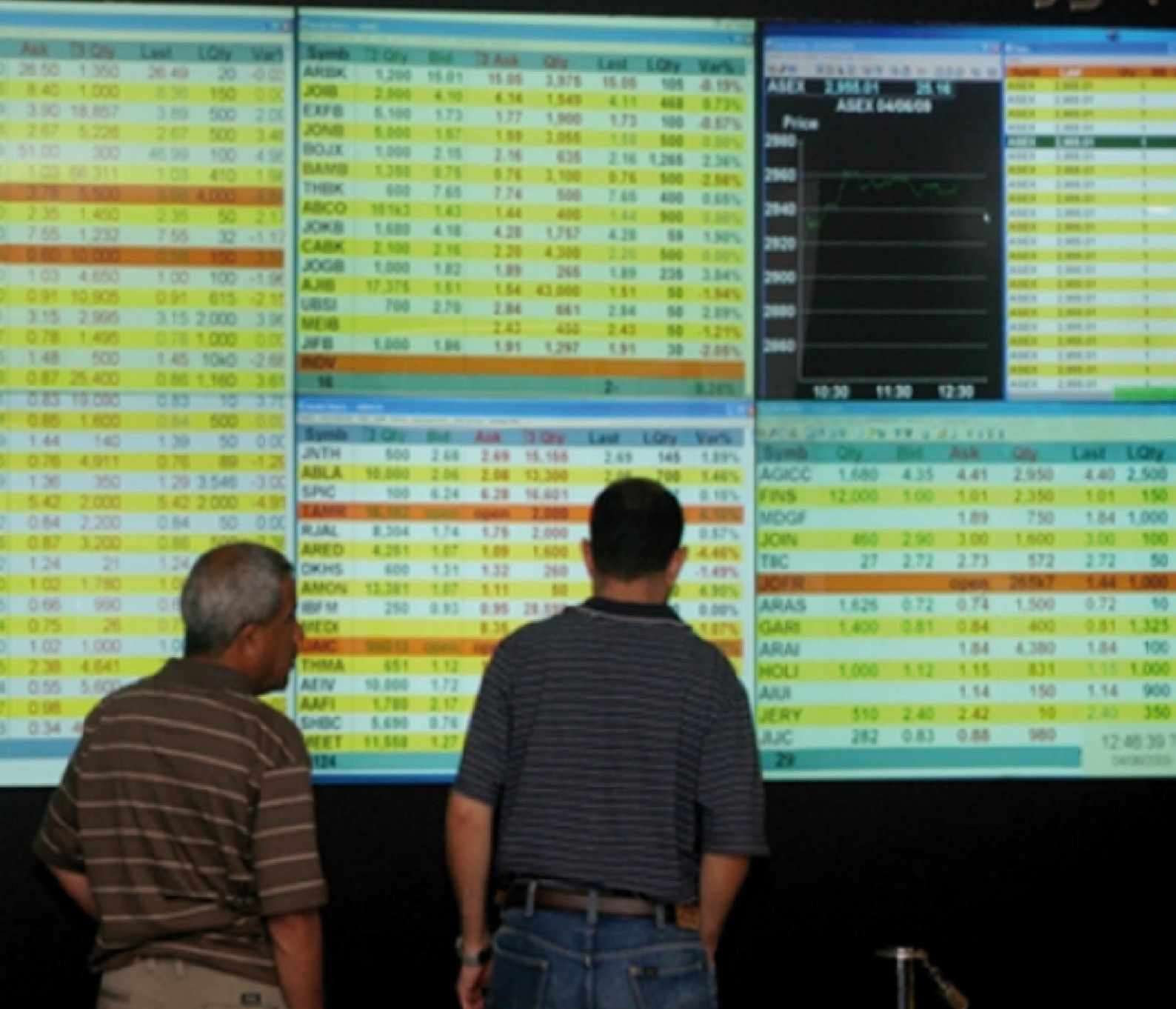


بورصة عمان



ورقة سياسات بورصة عمان: الطريق إلى الأمام أيلول ٢٠١٧



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM



منتدى الاستراتيجيات الأردني JORDAN STRATEGY FORUM

جاء تأسيس منتدى الاستراتيجيات الأردني ترسيخاً لإرادة حقيقية من القطاع الخاص بالمشاركة في حوار بناء حول الأمور الاقتصادية والاجتماعية التي يُعنى بها المواطن الأردني، ويجمع المنتدى مؤسسات وشركات رائدة وفاعلة من القطاع الخاص الأردني، إضافة إلى أصحاب الرأي والمعينين بالشأن الاقتصادي؛ بهدف بناء تحالف يدفع نحو استراتيجيات مستدامة للتنمية، ورفع مستوى الوعي في الشؤون الاقتصادية والتنمية، وتعظيم مساهمة القطاع الخاص في التنمية الشاملة.

وقد تمّ تسجيل المنتدى بتاريخ 2012/8/30 بوصفه جمعية غير ربحية تحمل الرقم الوطني 2012031100026، وتقع ضمن اختصاص وزارة الثقافة.

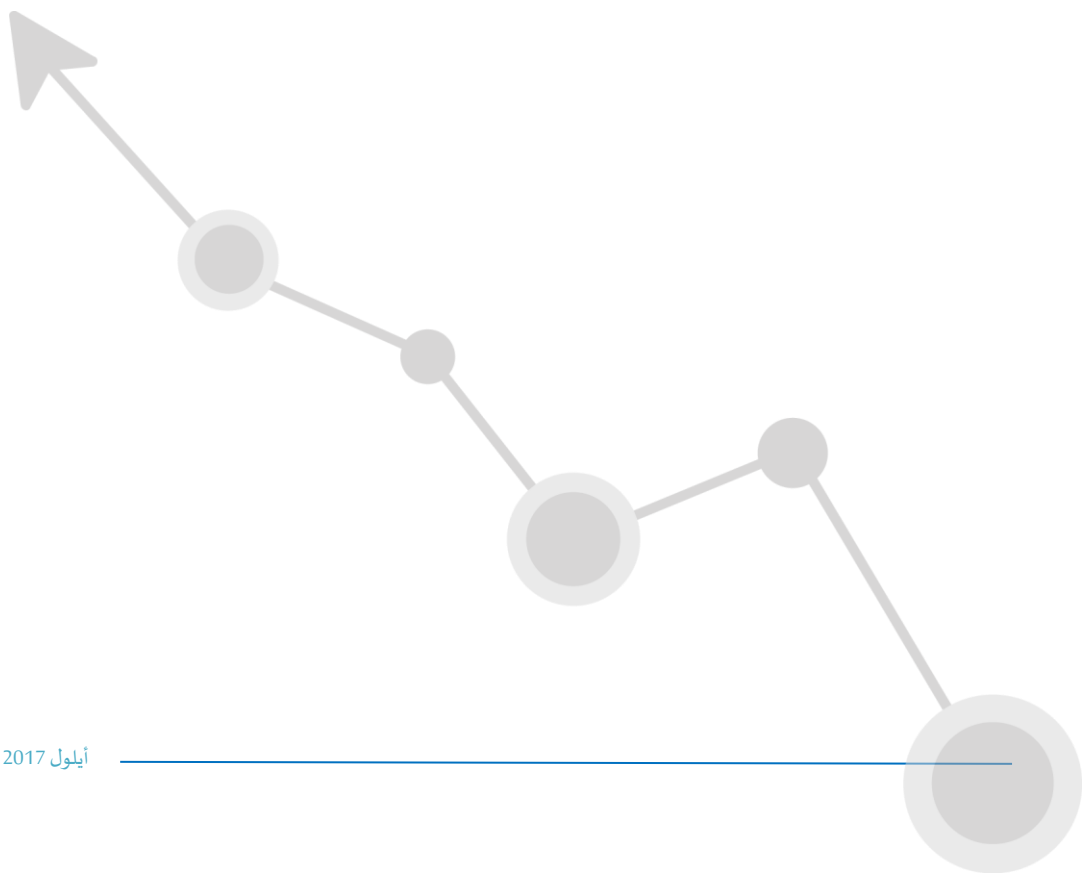
عمان، الأردن

ت: +962 6 566 6476

ف: +962 6 566 6376

فهرس المحتويات

4	 الملخص التنفيذي
8	 مفهوم السيولة
11	 بورصة عمان: بعض المعلومات الأساسية
15	 بورصة عمان: قضية السيولة
18	 ملخص النتائج والتوصيات
20	 قائمة المراجع



الملخص التنفيذي

خلال السنوات العشر الماضية، كان أداء السوق، من حيث عوائد الأسهم، ضعيفاً إلى حد ما، وخلال الفترة 2000-2008، كان مؤشر الأسعار شديد التقلب. ومع هذا كله، ما كان مخيباً للآمال هو الانخفاض المستمر في مؤشر الأسعار منذ العام 2008. خلال الفترة (2008-2016) كانت النسبة المئوية التراكمية للتغير في مؤشر الأسعار تساوي (-57.9%). وفي هذا السياق، تجدر الإشارة أيضاً إلى أن الأسعار السوقية لـ 102 شركة في العام 2016 أصبحت أقل من دينار واحد (أقل من قيمتها الاسمية!). كما أن حجم التداول في السوق مستمر في الهبوط.

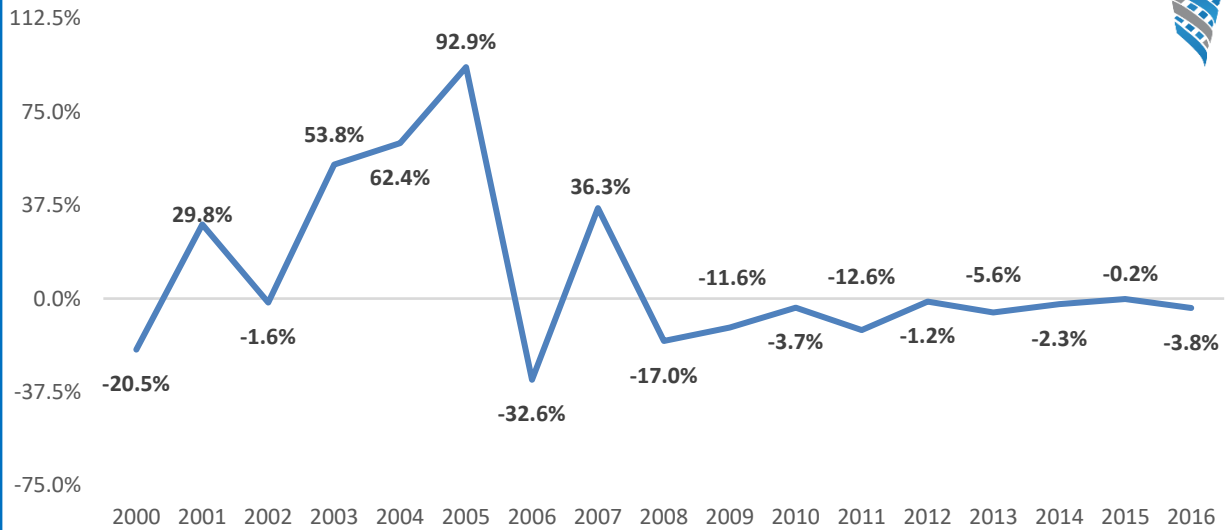
وخلال مراحله الأولى، وكما هو متوقع، عكس السوق أرقاماً متواضعة. فعلى سبيل المثال، في عام 1978، بلغ عدد الشركات المدرجة، ونسبة القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي 66 و36% على التوالي. وبحلول نهاية العام 2016، أصبح عدد الشركات المدرجة 224 شركة، وبلغت نسبة القيمة السوقية للناتج المحلي الإجمالي 63.2%.

من المعروف أن أسواق الأوراق المالية توفر الاقتصادات بالعديد من الخدمات المالية التي تعزز النمو الاقتصادي الحقيقي. ولهذا السبب، ارتفع عدد البورصات في العالم من حوالي 50 سوق في عام 1975 إلى أكثر من 170 سوقاً مع نهاية العام 2016.

ودعت الحكومة الأردنية إلى إنشاء بورصة في عام 1975، وقام البنك المركزي الأردني، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (فرع البنك الدولي)، بدراسة الاقتراح، وفي الأول من كانون ثاني لعام 1978 تم تأسيس سوق عمان المالي.

ومنذ أن تأسس، شهد سوق عمان المالي العديد من التغييرات الهامة. فعلى سبيل المثال، ومع صدور قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، تم تشكيل هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية. إضافة إلى ذلك، فقد شملت هذه التغيرات استحداث نظام التداول الإلكتروني في حزيران 2000، وتسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة عام 2017.

الشكل 1: التغير المئوي في المؤشر المرجح بالقيمة السوقية



التجارب العالمية الى أن تكلفة السيولة تنخفض بعد هكذا تغيير.

2. لأن الأسعار السوقية للعديد من الأسهم المدرجة منخفضة (حيث تبلغ أقل من دينار واحد بالنسبة للعديد منها)، فإن أي تغيير في السعر (مضاعف قرش واحد) يشكل نسبة مئوية مرتفعة من سعر السهم، ولهذا السبب، من المناسب تشجيع الشركات على "تجزئة أسهمها عكسياً" (Reverse Stock Split) أي جمع عدة أسهم (اثنين أو أكثر) تحت سهم واحد، ومن شأن هذا القرار رفع أسعار الأسهم، وبالتالي تخفيض تكلفة سيولتها وتخفيض مخاطرة التعامل بها.

3. يجدر النظر في ترخيص الشركات المهمة بتوفير السيولة من خلال العمل كصانعي السوق (Market-Makers). ومن المعروف أن صانع السوق ملزم (بموجب القانون) بعرض أسعار البيع والشراء باستمرار، وتقديم السيولة. في البداية، من المناسب تطبيق هذه التوصية على بعض الشركات المدرجة، ومرة أخرى، تظهر الأدلة العالمية إلى أن هذا الاستحداث يؤدي إلى تعزيز السيولة (حجم التداول) وتخفيض تكلفتها (هامش سعر الشراء والبيع).

4. بمجرد أن تتحسن سيولة السوق، من الممكن السماح للبيع المكشوف (Short Selling) لتحسين السيولة إلى أبعد من ذلك. ومرة أخرى، تظهر الأدلة العالمية أن البيع المكشوف يخفض تكلفة السيولة (هامش سعر الشراء والبيع) في الأسواق التي لا تعاني من السيولة.

5. من الضروري أن تنظر الحكومة بجديّة إلى "تفعيل السوق الثانوية لأذونات الخزينة والسندات". وبطبيعة الحال، هذه مهمة معقدة وتحتاج إلى بعض التحليل المفصل. ولكن، وفي سياق موضوع السيولة، من مصلحة الشركات المدرجة في بورصة عمان أن يكون تحت تصرفها سوقاً ثانوية للسندات ذات سيولة، ومن شأن هذا أن يوفر لها مصدراً إضافياً لتمويل استثماراتها الرأسمالية.

لا شك أن الأسباب وراء الانخفاض في أسعار الأسهم متعددة. ولكن، وبغض النظر عن ما هي هذه الأسباب، هذه الورقة تركز على أهمية التعامل مع **سيولة** بورصة عمان كأولوية قصوى.

في الأسواق المالية التي لا تعاني من مشكلة السيولة يستطيع المستثمر أن ينفذ أوامره (بيعا وشراء) بأسرع وقت ممكن (الفورية). وبأقل تكلفة ممكنة.

تعاني بورصة عمان من ضعف السيولة في بعدها:

أولاً: من الصعب جداً تنفيذ أوامر المستثمرين في أي لحظة يختارونها بغض النظر عن السعر.

ثانياً: عندما تنفذ أوامر المستثمرين، عادة ما يتم ذلك بتكلفة عالية (هامش سعر الشراء والبيع).

ولضعف السيولة تداعيات مهمة من الضروري عدم تجاهلها وهي كالتالي:

أولاً: تميل التغيرات في أسعار الأسهم إلى شدة التقلب (مخاطرة مرتفعة) لأنها تتحرك بين هامش سعر شراء وبيع واسع.

ثانياً: تظهر الأدلة العالمية بوضوح إلى أن عوائد الاسهم في الاسواق التي تعاني من السيولة تميل إلى الارتفاع الضعيف أو حتى الانخفاض.

ثالثاً: ان الانخفاض في عوائد الأسهم لا يشجع الشركات المدرجة على اصدار أسهم في السوق الأولية لتمويل استثماراتهم. وفي الواقع، فان تكلفة رأس المال تكون مرتفعة نسبياً في الأسواق التي تعاني من السيولة.

ويحلل منتدى الاستراتيجيات الأردني في ورقة السياسة هذه بورصة عمان من حيث سيولة سوقها الثانوية. واستناداً إلى التحليل الذي يغطي 11 عاماً، وبناءً على أفضل الممارسات العالمية والخبرات والأدلة، تم اقتراح خمس توصيات تتعلق بالسياسات للمساعدة في تقدم السوق، وجاءت على النحو التالي:

1. خفض "الحد الأدنى لتغير السعر" (Minimum-Tick) المعمول به حالياً من قرش واحد إلى نصف قرش. وتظهر

المقدمة

تدعم الفرضية القائلة بأنه، إضافةً للعديد من العوامل الهامة الأخرى، فإن الأداء والنمو الاقتصادي طويل الأجل، ورفاهية أي بلد، ترتبط بدرجة التنمية المالية" (المنتدى الاقتصادي العالمي).

أما عن الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، فيشدد مجتمع البحث العلمي على الدور الأساسي لسيولة الأسواق الثانوية، حيث تتيح هذه الأسواق للمستثمرين الفرصة لتنفيذ أوامرهم بسرعة (بشكل فوري) وبأقل تكلفة ممكنة.

إن مفهوم السيولة (وتكلفتها) مهم للغاية لسببين رئيسيين:

السبب الأول والمعروف بالمصطلح "تأثير المستوى" (ليفين، 1991) ينص على أن مشاريع الاستثمار الرأسمالية المربحة تتطلب التزامات مالية طويلة الأجل، ووجود أسواق ثانوية لا تعاني من السيولة، يشجع المدخريين على الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة لأنه يمكنهم من بيعها بسرعة، وفي أي وقت، وبأسعار مناسبة في السوق الثانوية.

السبب الثاني والمعروف بالمصطلح "تأثير الكفاءة" (غرينوود ويوفانوفيتش، 1990) ينص على أن الأسواق الثانوية التي لا تعاني من مشكلة السيولة توفر للمستثمرين مزايا عديدة ومنها فرص أفضل في التنوع في المحافظ لاستثمارية (تعظيم العائد وتقليل المخاطر)، وهذه الميزة تؤدي إلى تحول في المحافظ من مشاريع آمنة ذات عائد منخفض إلى مشاريع أعلى في المخاطرة ذات عوائد أعلى، وهكذا تحولات في تدفق رأس المال يحسن كفاءة عملية تخصيص (توزيع) رأس المال.

يحاول الاقتصاديون وغيرهم فهم ما يؤثر على النمو الاقتصادي والتنمية. ومن خلال الاعتماد على نظريات متعددة ومنهجيات مختلفة، تشرح أدبيات الاقتصاد، وعلى وجه الخصوص، أسباب نجاح بعض الدول في تحقيق نمو حقيقي قوي ومستقر، في حين تفشل بلدان أخرى.

وقد ركزت جهود الأبحاث المستمرة والمتراكمة على مجموعة واسعة من العوامل، ومنها الاستثمار، ورأس المال البشري، والاستثمار الأجنبي المباشر، والاستقرار السياسي، والابتكار والبحث العلمي والتطوير، ودرجة الانفتاح الاقتصادي، والإطار المؤسسي، والاتجاهات الديموغرافية، والسياسات النقدية والمالية، وغيرها.

إضافة إلى ما تقدم من عوامل قد تؤثر على النمو الاقتصادي، هناك اهتمام متزايد في الآونة الأخيرة بكيفية تأثير التنمية المالية (الإنشاء والتوسع بالبنوك وأسواق الأوراق المالية) على الأداء الاقتصادي. وتقترح أدبيات الموضوع أن النظم المالية تعزز المدخرات، وتخصص الموارد الاقتصادية، وتسهل التداول في الأوراق المالية وإدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية، وتطبق مبادئ حوكمة الشركات الجيدة (البنك الدولي).

وفيما يتعلق بوظائف النظم المالية، فإنه ليس من المستغرب أن البنك الدولي قد أطلق قاعدة بيانات إلكترونية عن التنمية المالية في 205 بلدان. وتصنف هذه القاعدة من البيانات النظم المالية للبلدان من حيث العمق المالي، والاشتمال المالي، وكفاءة الخدمات المالية، والاستقرار المالي.

إن مؤشر العمق المالي يعكس حجم النظام المالي بالنسبة للاقتصاد الوطني، وفيما يتعلق بالأسواق المالية، فإن المقياسين الواردين للتنمية المالية هما القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحجم التداول إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها (نسبة الدوران).

واستناداً إلى العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، فمن الجدير بالذكر أن "مجموعة كبيرة من الأدبيات الاقتصادية

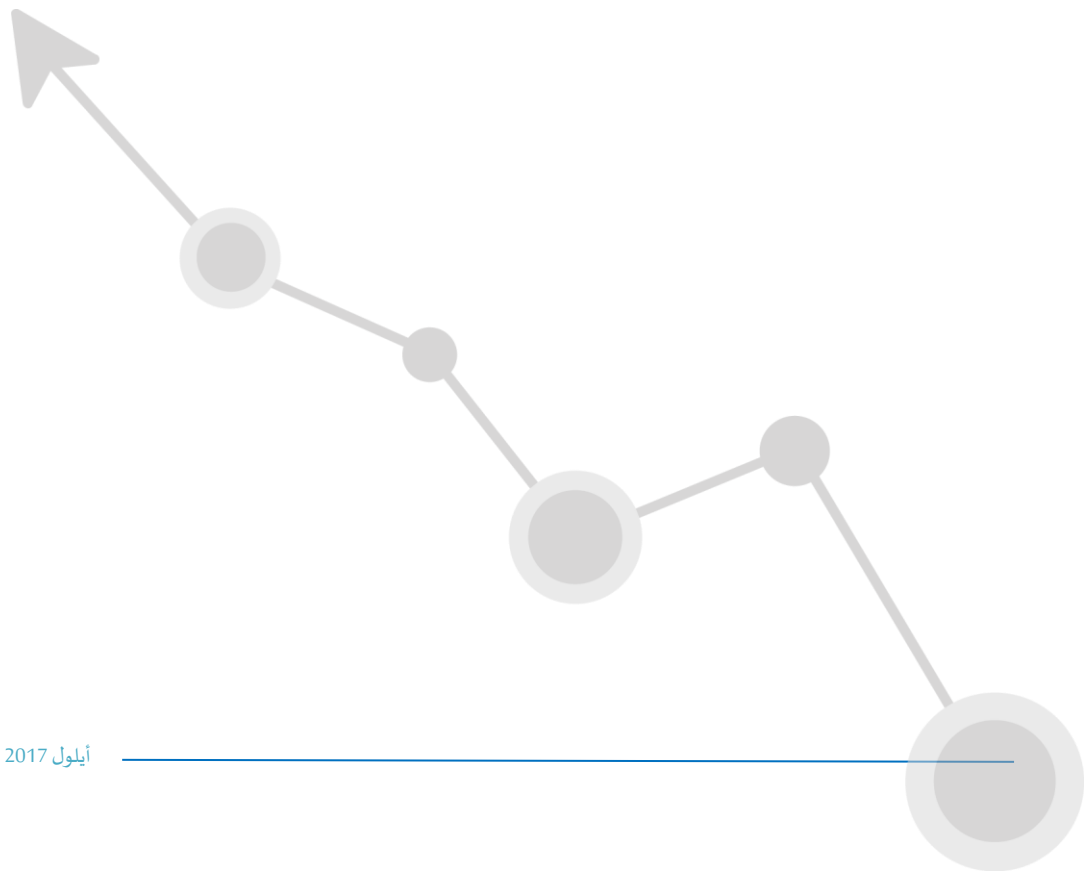
4. "نشر المعلومات التجارية إلى أكبر عدد ممكن من التجار والجهات المعنية".
5. "تعزيز الوعي العام لدى جميع شرائح المجتمع، مع تكريس اهتمام خاص لتجار الأوراق المالية".
6. "زيادة عمق وشفافية بورصة عمان وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين".
7. "تعزيز التعاون مع البورصات والاتحادات العربية والإقليمية والدولية".

تقوم ورقة السياسة هذه على تقييم أداء بورصة عمان من حيث **سيولة السوق الثانوية**، واستناداً إلى التحليل، تم طرح عدد من التوصيات المتعلقة بالسياسة العامة. أما في القسم الثاني، فتناقش الورقة بإيجاز مفهوم السيولة في سوق الأوراق المالية وفوائده. في القسم الثالث، تقدم الورقة بعض الملاحظات العامة حول أداء بورصة عمان. هذا ويقوم القسم الرابع بعرض تحليل للسيولة ومناقشته. أما في القسم الخامس والأخير، فقد تم عرض ملخص للنتائج الرئيسية وعدد من التوصيات المرتبطة بالسياسات.

و بسبب الدور الاقتصادي الحيوي لأسواق الأوراق المالية، تضاعف عددها منذ عام 1975 في العالم ثلاث مرات، من نحو 50 سوقاً إلى أكثر من 170 سوقاً بحلول نهاية العام 2016. وفي هذا السياق، دعت الحكومة الأردنية إلى إنشاء سوق للأوراق المالية في عام 1975، وقام البنك المركزي الأردني، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (فرع البنك الدولي)، بدراسة هذه الفكرة، وفي الأول من كانون الثاني 1978 تم تأسيس سوق عمان المالي.

ومنذ تأسيسه، شهد سوق عمان المالي العديد من التغييرات، ومن أهمها، على سبيل المثال، تنفيذ نظام التداول الإلكتروني في حزيران 2000، وإنشاء بورصة عمان في عام 1999 كمؤسسة مستقلة غير ربحية، وتسجيل بورصة عمان في العام 2017 كشركة مساهمة عامة لتحقيق الأهداف التالية:

1. "خلق بيئة استثمارية جذابة وآمنة وتنافسية وشفافة وذات مصداقية".
2. "تطوير العمليات والأساليب والأنظمة لتداول الأوراق المالية في سوق الأسهم وفقاً لأحدث المعايير الدولية".
3. "تطوير وتقديم خدمة متميزة للجهات ذات العلاقة".



مفهوم السيولة

1. "فيما يخص **المستثمرين**، ترتبط الأسواق الأكثر سيولة بانخفاض تكاليف التداول، والقدرة على التحرك بسهولة أكبر (شراءً وبيعاً)، وتقلب أقل في الأسعار".
2. "فيما يخص **المصدرين** للأوراق المالية (الاكتتابات)، ينجذب هؤلاء إلى الأسواق الأكثر سيولة، حيث أنها تقلل من تكلفة زيادة رأسمالهم، وتمنحهم تقييماً أكثر دقة لأسعار أسهمهم".
3. "تسعى **الأسواق المالية** إلى زيادة جاذبيتها للشركات والمستثمرين، ويترجم هذا إلى زيادة استخدام السوق والثقة بها، وزيادة القدرة على جذب أصحاب المصلحة الجدد، وزيادة الإيرادات المباشرة (رسوم التداول) وغير المباشرة (توسيع عرض الخدمات، على سبيل المثال)".
4. "تستفيد **الشركات** وذلك بالحصول على رأس المال بتكلفة معقولة، وزيادة الاستثمار في أعمالها لاحقاً، مما يؤدي إلى زيادة فرص العمل ومساهمة الشركات الإجمالية في الاقتصاد".

في البداية، من الضروري الاقرار بأن قرار الإدراج في البورصة يعني أن الإدارة مستعدة لإدارة الشركة بشفافية، حيث أنه ومن خلال إدراجها تصبح الشركات ملتزمة بإعلام الجمهور بجميع الأنشطة المعمول بها على أساس منتظم، وتزويد المساهمين برؤية عادلة لمركزهم المالي / أدائهم المالي.

ومن خلال إدراج أوراقها المالية، تحقق الشركات المدرجة، وكذلك المستثمرين، العديد من الميزات ومنها:

أولاً: يصبح لدى الشركات وسائل ومصادر متعددة لزيادة رأسمالها وهذا يعود لمعرفة المستثمرين المحتملين بها.

ثانياً: ان عملية الادراج تقدم للشركات دعاية واسعة، حيث يتم تغطية أنشطتها وأدائها في تقارير سوق الأوراق المالية، والصحف، والمجلات، وحتى في القنوات التلفزيونية.

ثالثاً: يمكن للمستثمرين تحويل أوراقهم المالية إلى نقد عن طريق بيعها عند الطلب.

رابعاً: يتم تنفيذ جميع المعاملات بطريقة شفافة ومحددة، وهذا يضمن لجميع المستثمرين التعاملات العادلة.

وأخيراً: فإن الأوراق المالية المدرجة تمكن المستثمرين من التقدم بطلب للحصول على قروض عن طريق تزويد البنوك بضمان إضافي.

السيولة في البورصات تمكن المستثمرين من تنفيذ أوامرهم في أسرع وقت ممكن (بشكل فوري)، وبأقل تكلفة ممكنة.

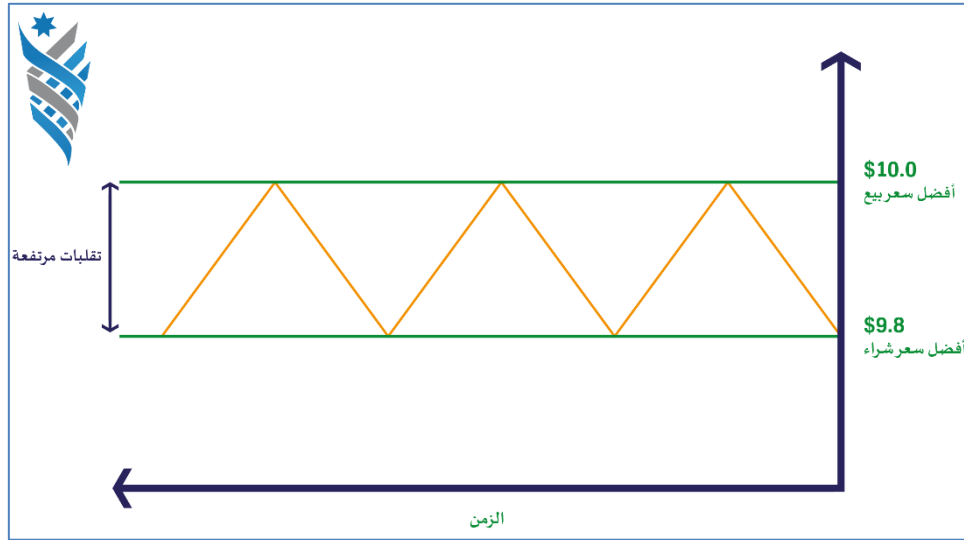
وبالإضافة إلى الفوائد المذكورة أعلاه، تكمن أهمية السيولة من خلال تأثيرها على مختلف أصحاب المصلحة في الأسواق المالية (وايمن، 2016):

ولمفهوم السيولة أبعاد متعددة ومن أهمها ما يلي:

السعة (Breadth): تكلفة عكس المركز (الشراء وبعدها البيع) خلال فترة قصيرة. ويقاس هذا البعد بالفرق بين أعلى سعر متوفر لأمر الشراء وأقل سعر متاح لأمر البيع. ويسمى هذا الفارق "هامش سعر الشراء والبيع". وبطبيعة الحال، ينبغي أن تهدف أسواق الأوراق المالية إلى تخفيض هامش سعر الشراء والبيع (حيث أن المخاطرة تميل إلى الانخفاض).

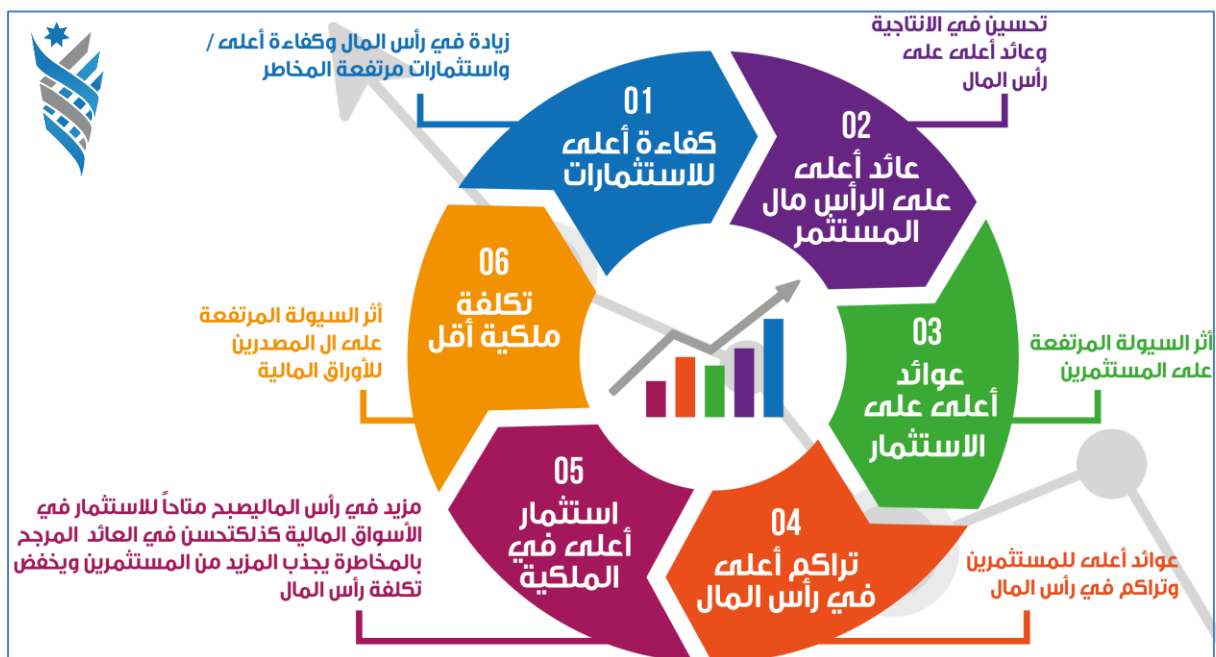
العمق (Depth): في الأسواق العميقة، هناك أعداد كبيرة من أوامر الشراء والبيع على كلا جانبي هامش سعر الشراء والبيع، وإذا كان الأمر كذلك، فإن تأثير الأوامر على الأسعار سيكون محدوداً.

الفورية (Immediacy): في الأسواق التي لا تعاني من السيولة، يستطيع المستثمر أن ينفذ أوامره في أية لحظة يحددها (بشكل فوري) وبتكلفة معقولة.



وكملخص، فإن (الشكل 2) (الذي تم تطويره من وايمن، 2016) يبرز فوائد السيولة للشركات والاقتصادات الوطنية.

شكل (2): فوائد السيولة للشركات والاقتصادات الوطنية



3. "توفير مرونة أكبر للبنوك المركزية في تسيير السياسة النقدية باستخدام أدوات السوق مثل عمليات السوق المفتوحة، بما في ذلك اتفاقيات إعادة الشراء".

4. سوق السندات الحكومية يقلل من درجة اعتماد النظام المالي على القطاع المصرفي، ويساهم في تحسين الانضباط المالي في اعداد الموازنة. فعلى سبيل المثال؛ وفي حال تبنت الحكومة سياسة مالية ضعيفة، يعمل المستثمرين على زيادة تكلفة اصدار السندات وذلك من خلال تخفيض أسعارها المطروحة في السوق الثانوية).".

5. "إن وجود سوق للأوراق المالية الحكومية يعزز من قدرة الدولة على التعامل مع عجز الموازنة دون الحاجة إلى اللجوء إلى الترشيد النقدي. كذلك، تساهم اسواق الاوراق المالية الحكومية في الاستقرار الضريبي، وبالتالي في الكفاءة العامة للاقتصاد".

إضافةً إلى الفوائد المذكورة أعلاه، فمن الجدير ذكره أن "الأحداث غير المتوقعة التي تتطلب نفقات حكومية كبيرة وسريعة، مثل الأزمات المصرفية أو الكوارث الطبيعية، تستلزم الإسراع في إصدار السندات، وهنا تبرز أهمية أسواق السندات المالية الحكومية ذات السيولة" (صندوق النقد الدولي).

وفيما يتعلق بأهمية إنشاء أسواق الأوراق المالية في شقها الأولي والثانوي، لا ينبغي أن ننسى أهمية تطوير أسواق السندات الحكومية (والشركات)، حيث كانت هذه الأسواق، ومنذ فترة طويلة، مصدراً مستقراً وموثوقاً للتمويل في المدى البعيد، وتشكل هذه الأسواق للشركات مصدراً بديلاً لتمويل حقوق الملكية والتمويل البنكي.

ويشمل إنشاء سوق السندات الحكومية ذات السيولة فوائد أخرى (الوكالة الامريكية للتنمية الدولية، 2010):

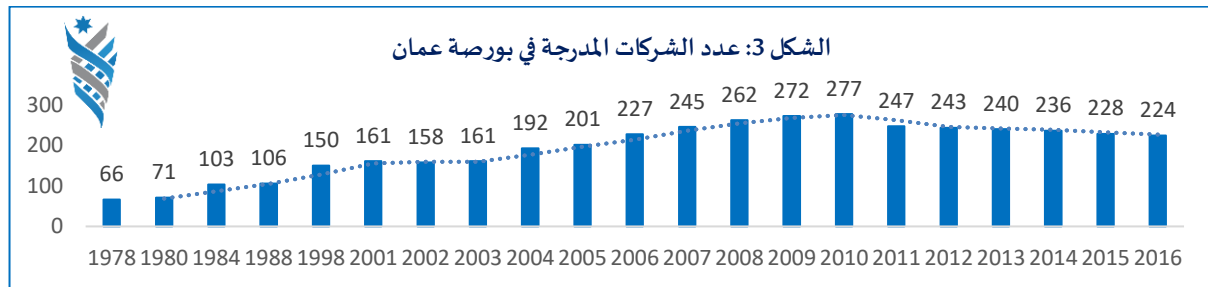
1. "يوفر منحى عائد اذونات الخزينة مرجعاً رئيسياً لتسعير مختلف الأوراق المالية، ويعتبر انشاء سوق للسندات الحكومية أمراً مهماً في عملية انشاء وتطوير سوق سندات الشركات، وهذا يكفل التوزيع الأفضل للمدخرات على المشاريع الإنتاجية".

2. "تعزيز دور السياسة النقدية "آلية الانتقال" (Transmission Mechanism) من خلال وجود منحى العائد ومن خلال العمل كقناة تربط بين مختلف قطاعات السوق المالي، حيث توفر اذونات وسندات الخزينة بديلاً كفوياً لتنظيم الائتمان المحلي عن طريق تحديد الحد الأدنى من نسبة الاحتياطي الإلزامي، أو إصدار توجهات للبنوك فيما يتعلق بممارسات الإقراض".

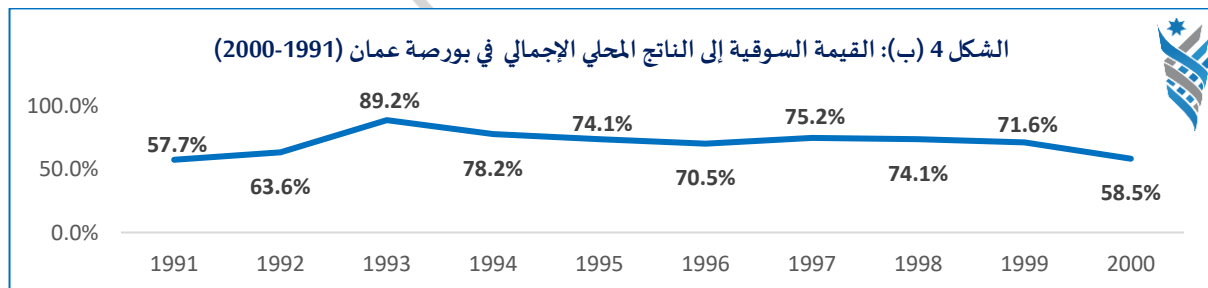
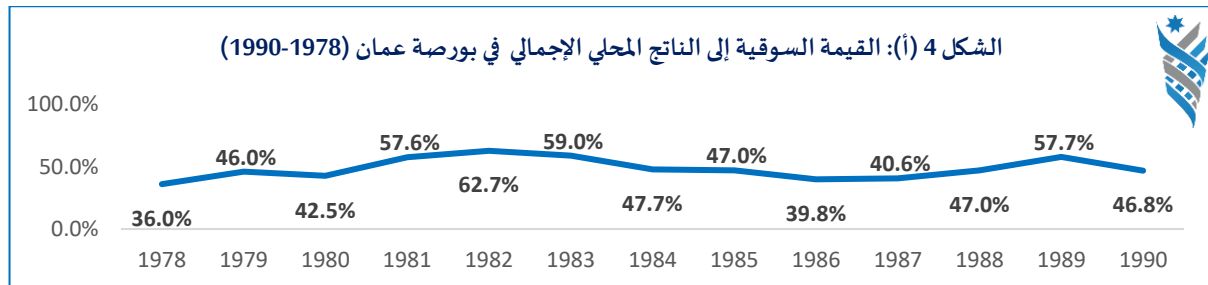
بورصة عمان: بعض المعلومات الأساسية

في البداية، عكست بورصة عمان بعض الأرقام المتواضعة. ففي نهاية العام 1978، كان السوق يحوي ما مجموعه 66 شركة مدرجة (الشكل 3). وبلغ عدد الشركات ذروته ليصل الى 277 شركة في العام 2010، الا انه ومنذ ذلك الحين، انخفض العدد بشكل مستمر ليصل إلى 224 شركة في العام 2016.

تشكل بورصة عمان جزءاً مهماً من النظام المالي الأردني والقطاع الخاص، إذ أن قائمة السوق تحتوي على العديد من الشركات الضخمة من حيث الأصول ومستويات العمالة في الاقتصاد. وتشمل هذه الشركات، على سبيل المثال، جميع البنوك الأردنية المرخصة، وشركة البوتاس العربية، والاتصالات الأردنية، ومناجم الفوسفات الأردنية، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية، وشركة الادوية العربية، وشركة الكهرباء الأردنية.



وكان حجم السوق بالنسبة للاقتصاد الوطني متواضعا أيضاً، حيث بلغت القيمة السوقية لجميع الأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي 36% في عام 1978 (الشكل 4). ويمكننا تقسيم الفترة منذ ذلك الحين إلى ثلاث فترات فرعية كالتالي:



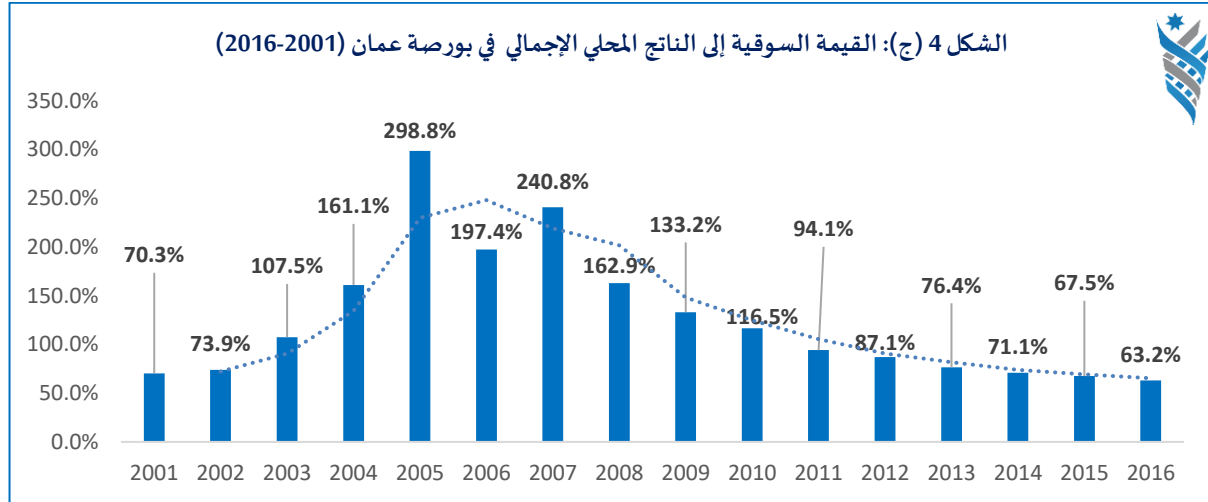
2. لم تشهد الفترة الفرعية الثانية (1991-2000) أي نمو في القيمة السوقية. في حين ارتفعت نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي من 57.7% في عام 1991 إلى 89.2%

1. خلال الفترة الفرعية الأولى (1978-1990)، اظهر السوق زيادة متواضعة في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي من 36% إلى 46.8%.

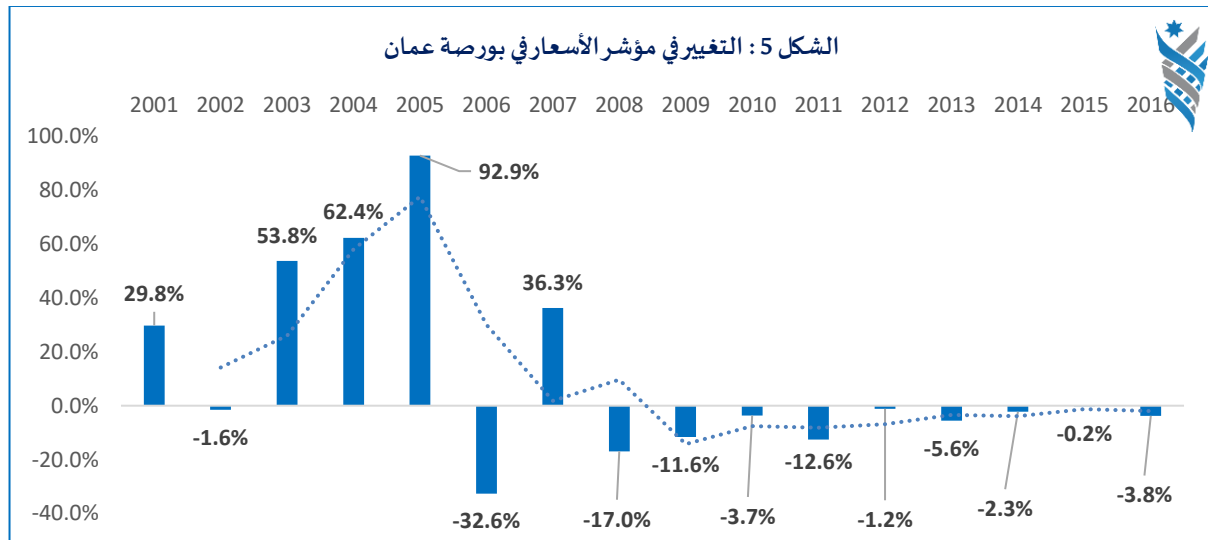
الإجمالي في العام 2005. ومنذ ذلك الحين، انخفض حجم السوق بشكل مستمر. ولتقدير حجم هذا الانخفاض، تجدر الإشارة إلى أنه في عامي 2007 و 2016، بلغت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها 29.2 مليار دينار أردني و 16.3 مليار دينار أردني على التوالي.

في العام 1993، هذا وعادت وانخفضت لتصل إلى 58.5% بحلول نهاية العام 2000 (الشكل 4 ب).

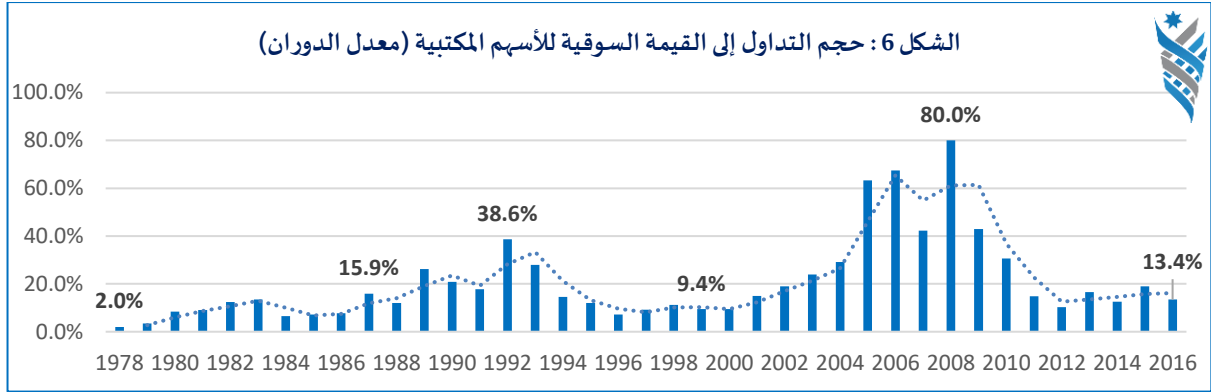
3. وتعكس الفترة الفرعية الثالثة (2001-2016) تجربة مختلفة (الشكل 4 ج)، حيث ارتفعت قيمة السوق فجأة من 70.3% في عام 2001 إلى 298.8% من الناتج المحلي



وكما هو متوقع، انعكس "الانخفاض" في نسبة القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2005-2016) على سلوك مؤشر الأسعار، ويمكن ملاحظة ذلك في الشكل 5 حيث بلغت نسبة التغير في مؤشر الأسعار في عام 2005 ما نسبته 92.9%، وخلال الفترة (2008-2016) كان أداء هذا المؤشر سلبياً بشكل مستمر.



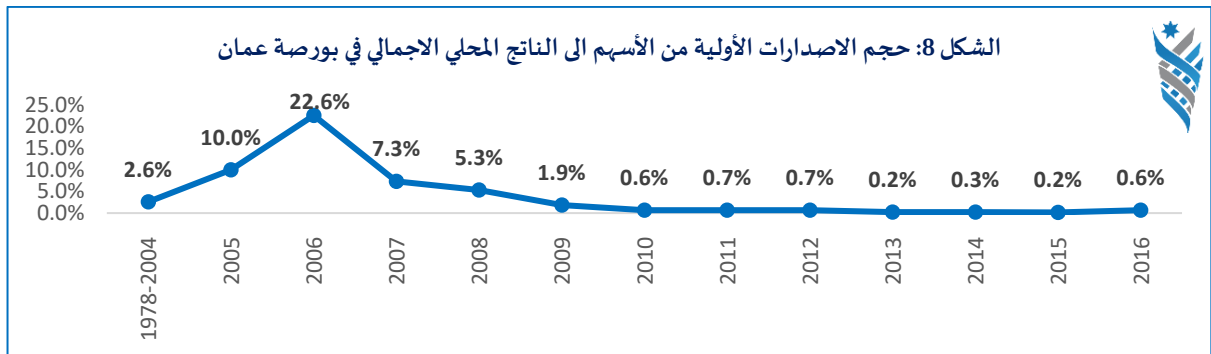
وكما هو متوقع أيضاً، انعكس "الانهيار" في نسبة القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي في نشاط التداول في السوق الثانوي، إذ انخفض معدل دوران السوق (حجم التداول إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها) باستمرار منذ العام 2008 (الشكل 6).



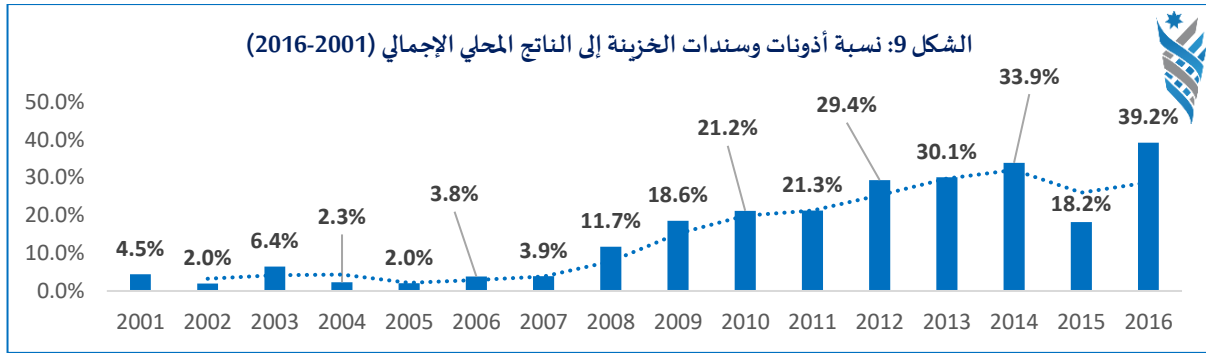
ونظراً إلى الانخفاض في نشاط السوق من حيث القيمة السوقية وحجم التداول، فإنه من المفيد أن نلاحظ أن بورصة عمان كانت دائماً شديدة التركيز. فعلى سبيل المثال، في العام 2016 شكلت أكبر 10 شركات 65.2% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتبت بها، و42.9% من إجمالي حجم التداول في السوق كما في (الشكل 7).



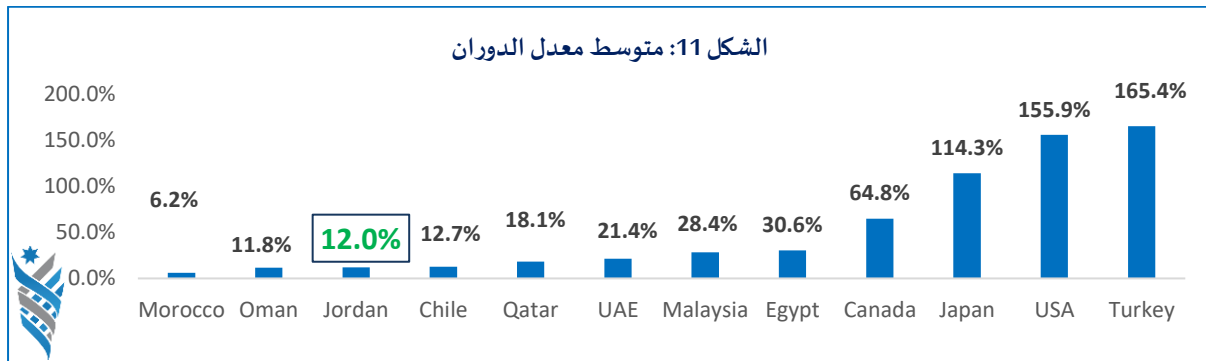
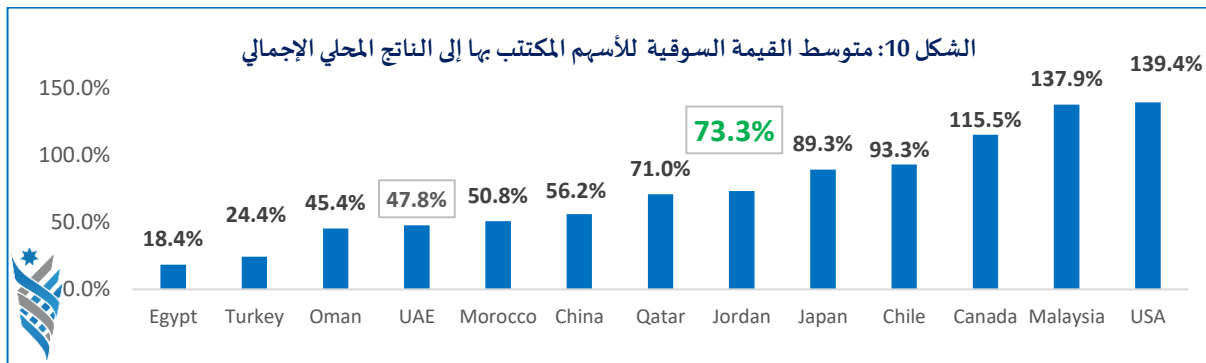
وفيما يتعلق بقضايا السوق الأولى، فإن السجل ليس مشجعاً أيضاً. مع أن برنامج الخصخصة أدى إلى إصدارات مهمة للأسهم في عامي 2005 و2006، إلا أن قيمة الأسهم المصدرة الجديدة إلى الناتج المحلي الإجمالي استمرت دون المستوى وأقل من 1% منذ العام 2010 (الشكل 8).



وبالنظر إلى حجم الاصدارات الأولية من الأسهم، كانت الحكومة مصدراً نشطاً لإصدار أذونات الخزينة وسندات الخزينة. فمنذ العام 2002، كانت هذه الاصدارات تنمو بمعدل سريع (الشكل 9). ومع ذلك، من الضروري ملاحظة أن هذه الأوراق المالية يتم شراؤها من قبل البنوك المرخصة. وبعبارة أخرى، لا توجد سوق ثانوية لهذه الاصدارات، وفي الوقت الحالي، تمثل هذه الأوراق المالية حوالي 22% من إجمالي الأصول المصرفية. وفي هذا السياق، من المهم ملاحظة أن التداول في سندات الشركات يكاد يكون معدوماً أيضاً.



أخيراً، وحتى نتعرف على واقع بورصة عمان من المنظور الدولي، يبين الشكلان 10 و 11 متوسط القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للناتج المحلي الإجمالي ونسبة الدوران في عدد من البلدان. وتبين الأرقام المعلن عنها أن بورصة عمان تعتبر معقولة في حجمها النسبي (من حيث نسبة القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي). ومع ذلك، من حيث نشاط التداول في السوق الثانوي، فإن معدل الدوران الذي يعادل 12.0% يعتبر منخفضاً، وأعلى مما هو عليه في المغرب وعمان فقط.



بورصة عمان: قضية السيولة

"سيولة السوق: هي قدرة السوق على تنفيذ أوامر البيع والشراء لحظياً وبالسعر المناسب"

الجدول ب: آلية التداول المبنية على الأوامر

اوامر بيع		اوامر شراء	
السعر	الحصة	السعر	الحصة
10.0 دينار	1000	-	-

السيناريو الثالث: قد يدخل أحدهم السوق لبيع 1000 سهم بقيمة 10 دنانير لكل سهم. ماذا يحدث إذا كان أمر الشراء المقابل هو 9.8 دينار؟

الجدول ج: آلية التداول المبنية على الأوامر

اوامر بيع		اوامر شراء	
السعر	الحصة	السعر	الحصة
JD10.0	1000	9.8 دينار	1000

السيناريو الرابع: قد يدخل أحدهم السوق لبيع 1000 سهم بقيمة 10.0 دنانير لكل سهم. إذا لم يتم إصدار أمر شراء بالمقابل، قد يضطر المستثمر إلى تخفيض سعر البيع إلى 9.8 دينار، وإلى 9.6 دينار، وحتى إلى 9.4 دينار. وفي حالة صدور أمر شراء مقابل بسعر 9.4 دينار، فإن الصفقة ستعقد عند هذا السعر (9.40 دينار). **والسؤال هو: ما هو السبب وراء الانخفاض المفاجئ في السعر من 10.0 دينار إلى 9.4 دينار؟ وماذا لو أراد المستثمر نفسه الشراء (عكس ما سبق)، فهل سيزداد السعر بنفس النسبة؟ هل الارتفاع والانخفاض في السعر متناظر في النسب المتوالية؟**

الجدول د: آلية التداول المبنية على الأوامر

اوامر بيع		اوامر شراء	
السعر	الحصة	السعر	الحصة
10.0 دينار	1000	9.4 دينار	1000
9.8 دينار	1000	-	-
9.6 دينار	1000	-	-
9.4 دينار	1000	-	-

بغض النظر عن الاختلافات بين أسواق الأوراق المالية، فجميعها لها قاسم مشترك واحد وهو جمع المتعاملين في **الأوراق المالية معاً** وتسهيل عملية التداول. وفي بورصة عمان، فإن آلية التداول مبنية على الأوامر (Order-Driven Market). وبموجب هذا النظام، يتم اتباع قواعد صارمة ذات أولوية للسعر والوقت. فعلى سبيل المثال، بالنسبة إلى أي أمرين شراء (بيع) أو أكثر، فإن الأمر ذو السعر الأعلى (الأدنى) له الأولوية في التنفيذ، وإذا كان هناك أمرين أو أكثر من نفس النوع، فإن أولوية التنفيذ تكون للأمر الذي تم تدوينه أولاً.

إن آلية التداول في بورصة عمان تعاني من ضعف رئيسي واحد وهو عدم قدرة المساهم على تنفيذ أمر الشراء أو البيع لحظياً وهو ما يعبر عنه بـ (سيولة ضعيفة). فعندما يكون هناك اختلال بين أوامر الشراء والبيع خلال يوم معين، يمكن الحصول على العديد من أوامر الشراء (البيع) المتعاقبة دون أوامر بيع (شراء). ويمكن تسليط الضوء على مشكلة السيولة الضعيفة باستخدام أربعة سيناريوهات بسيطة فقط:

السيناريو الأول: قد يدخل أحدهم السوق لشراء 1000 سهم بقيمة 10 دنانير لكل سهم. ماذا يحدث إذا لم يتم إصدار أمر بيع بالمقابل؟

الجدول أ: آلية التداول المبنية على الأوامر

اوامر بيع		اوامر شراء	
السعر	الحصة	السعر	الحصة
-	-	10.0 دينار	1000

السيناريو الثاني: قد يدخل أحدهم السوق لبيع 1000 سهم بقيمة 10 دنانير لكل سهم. ماذا يحدث إذا لم يتم إصدار أمر شراء بالمقابل؟

سعر بيع) هي عشوائية في الأوقات التي يتم تسجيلها، يعتبر الفارق بينها من أهم مقاييس تكلفة السيولة.

واستناداً إلى هذه الأسعار (أفضل سعر شراء وأفضل سعر بيع) اليومية خلال السنوات 2002-2016، تم احتساب هامش سعر الشراء والبيع اليومي لكل سنة لجميع الأسهم المدرجة باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{Spread}_i = [(Ask_i - Bid_i) / (Bid_i + Ask_i / 2)] * 100$$

حيث يشير Spread_i إلى هامش سعر الشراء والبيع للسهم (i) في نهاية يوم التداول (t)، (Ask_i) يشير إلى أفضل سعر بيع و (Bid_i) يشير إلى أفضل سعر شراء في نهاية اليوم (t).

كما قمنا بتقدير تأثير سعر السهم وحجم التداول والمخاطرة على تكلفة السيولة (المرفق 1).

واستناداً إلى هذه السيناريوهات الأربعة، يمكن للمرء أن يتفهم السبب وراء نسبة الدوران المنخفضة نسبياً في السوق، ولماذا تمثل العشر شركات الكبرى نسبة كبيرة (كل عام) من حجم التداول. وبالإضافة إلى ذلك، ولأن أوامر البيع المتتالية تؤدي إلى نسبة تغير (انخفاض) في السعر أعلى من أوامر الشراء المتتالية (ارتفاع)، فإن هذه المشكلة وهي (ضعف السيولة) تميل إلى تثبيط الارتفاع في الأسعار مع مرور الوقت!

ولدراسة وتحليل قضية السيولة، تم جمع البيانات من التقارير اليومية لبورصة عمان. ففي ختام كل يوم تداول، ينشر السوق أعلى (أفضل) سعر شراء وأدنى (أفضل) سعر بيع، ولأن هذه الأوامر لم يتم تنفيذها، يمكن استخدام الفرق بينها كمقياس لتكلفة السيولة. وبطبيعة الحال، كان من الأفضل لو كانت بورصة عمان تنشر أعلى سعر شراء وأدنى سعر بيع بشكل مستمر. ومع ذلك، ولأن هذه الأسعار (أفضل سعر شراء وأفضل

المرفق (1)

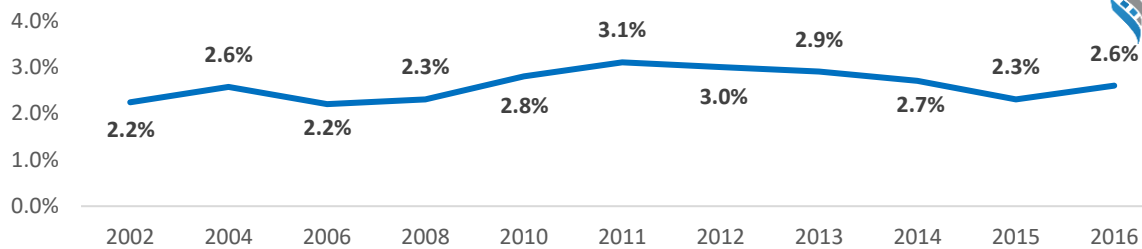
$$\text{SPREAD}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(\text{PRICE}_{i,t}) + \alpha_2 \ln(\text{VOLUME}_{i,t}) + \alpha_3 (\text{Risk}_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

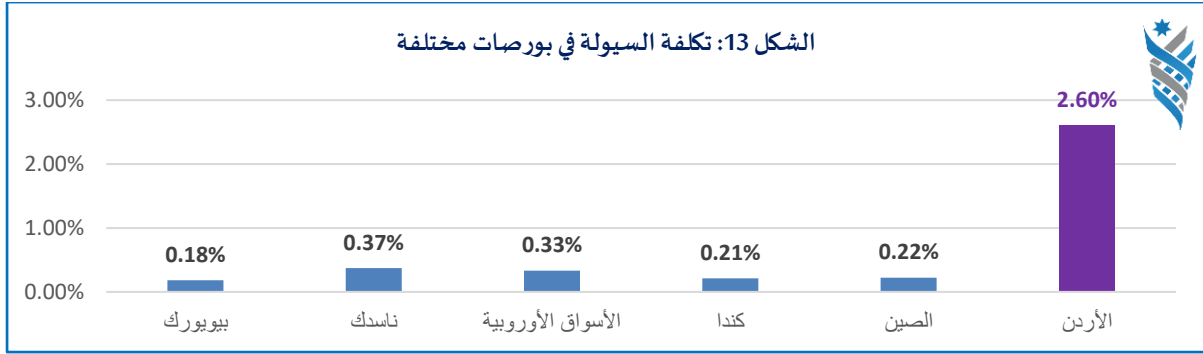
حيث $\text{SPREAD}_{i,t}$ هو هامش سعر الشراء والبيع (كما هو موضح أعلاه) في اليوم t. $\text{PRICE}_{i,t}$ هو اللوغاريتم الطبيعي لسعر الإقفال اليومي للسهم، $\text{VOLUME}_{i,t}$ هو اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول اليومي (بالدينار)، $\text{Risk}_{i,t}$ هو الفرق بين أعلى وأدنى سعر مقسوماً على سعر الافتتاح.

عليه في الأسواق الأوروبية (0.33%) وكندا (0.21%) وفي الصين (0.22%). وتشير النتائج العالمية إلى أن تكلفة السيولة للسندات الحكومية تساوي 0.149% خلال فترات الركود، و0.101% خلال فترات الازدهار، ولاذونات الخزينة 0.049% في فترات الركود، و0.002% في فترات الازدهار.

يظهر الشكل رقم 12 متوسط تكلفة السيولة، وتشير هذه القيم إلى أن تكلفة السيولة في بورصة عمان تتراوح بين 2.2% كحد أدنى و3.1% كحد أقصى، وهذه النسب أعلى بكثير من 0.18% و0.37% السائدة في سوق نيويورك وسوق ناسداك على التوالي. كذلك، إن تكلفة السيولة في بورصة عمان أعلى مما هي

الشكل 12: تكلفة السيولة في بورصة عمان





جدول هـ: محددات تكلفة السيولة

المخاطر	حجم التداول	السعر	السنوات
0.218	-0.394	-0.094	2010
0.270	-0.388	-0.199	2011
0.316	-0.357	-0.295	2012
0.222	-0.344	-0.300	2013
0.204	-0.381	-0.223	2014
0.162	-0.336	-0.280	2015
0.197	-0.322	-0.352	2016

"تشير النتائج الى أن الأسواق التي استحدثت صناعة السوق شهدت تحسناً في حجم التداول، وانخفاضاً في تكلفة السيولة لاسيما في الأسهم الأقل سيولة، وأصبح هذا الاستحداث شائعاً في معظم البورصات المتطورة، كما أنه ينتشر سريعاً في العديد من البورصات الناشئة".

صانع السوق ملزم بالقانون بتوفير السيولة إلى السوق (المستثمرين) من خلال عرض أسعاره على جانبي السوق (سعر الشراء وسعر البيع). باستمرار، ويطلب من صانع السوق أيضاً الحفاظ على سوق مستقر ومنظم.

ونظراً لتكلفة السيولة المرتفعة نسبياً في بورصة عمان، من المفيد ملاحظة أن الخبرات العالمية توفر لنا بعض الأفكار المناسبة. فعلى سبيل المثال، هناك العديد من الأسواق المالية التي شجعت الشركات المساهمة على تنفيذ "التجزئة العكسية للأسهم" بهدف زيادة أسعار أسهمها وبالتالي تقليل هامش سعر البيع والشراء. كذلك، خفضت بعض الأسواق ما يسمى "الحد الأدنى للتغير في السعر" (Minimum Tick) - مضاعفات وحدة العملة التي يسمح للأسعار التغير بها) للحد من تكلفة السيولة. كذلك، تبين الخبرات العالمية أن استحداث صانع السوق يؤدي إلى الانخفاض في تكاليف السيولة، وتسهيل التداول، وتعزيز سيولة الأوراق المالية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن سوق أوسلو للأوراق المالية، ذكر أن "الابتكار الحديث في أسواق الأسهم هو استحداث خدمات صانع السوق من قبل الشركات المدرجة نفسها ... كما نجد أيضاً انخفاضاً كبيراً في مخاطرة السيولة وتكلفة رأس المال للشركات التي وظفت صانع السوق".

أما عن نتائج تحليل أثر سعر السهم وحجم التداول والمخاطرة على تكلفة السيولة، فجاءت كما يلي:

أولاً: معامل سعر السهم سالب: وهذا يعني أن تكلفة سيولة الأسهم ذات الأسعار الأعلى أقل من تكلفة سيولة الأسهم ذات الأسعار الأدنى.

ثانياً: معامل حجم التداول سالب: وهذا يعني كلما ازداد التداول، انخفضت تكلفة السيولة.

ثالثاً: معامل المخاطرة موجب: ويشير إلى أن الأسهم التي تزداد مخاطرتها تعاني من ارتفاع تكلفة السيولة.

ملخص النتائج والتوصيات

وتشير تقديرات منتدى الاستراتيجيات الأردني أن تكلفة السيولة في المتوسط لم تكن أبداً أقل من 2%، وهي نسبة أعلى بكثير من 0.18% و 0.22% الموجودة في الأسواق المتقدمة.

إضافة إلى ما تقدم، يؤكد منتدى الاستراتيجيات الأردني على أن تأثير سعر السهم وحجم التداول على تكلفة السيولة سلبي، فكلما ارتفع سعر السهم وحجم التداول انخفضت تكلفة السيولة. كذلك، كلما ارتفعت المخاطرة، ارتفعت تكلفة السيولة.

من الضروري عدم تجاهل تكلفة السيولة المرتفعة نسبياً في بورصة عمان لما لها من آثار سلبية، وفي مقدمة هذه الآثار العلاقة بين تكلفة السيولة وأسعار الأسهم، إذ تميل الأسعار إلى التقلب الشديد والمخاطرة المرتفعة وهذا يفقد ثقة المستثمرين في السوق. وبالإضافة إلى ذلك، تظهر الأدلة العالمية إلى أن الارتفاع في تكلفة السيولة لا يشجع الارتفاع في أسعار الأوراق المالية.

بناءً على التحليل والاستنتاجات الواردة أعلاه، يوصي منتدى الاستراتيجيات الأردني بعدد من المقترحات للمساعدة على تحفيز بورصة عمان، على النحو التالي:

1. **الحد الأدنى للتغير في السعر:** يوصي منتدى الاستراتيجيات الأردني النظر في تخفيض الحد الأدنى للتغير في السعر من مضاعفات القرش الواحد الموجودة حالياً إلى نصف القرش على سبيل المثال. إذ تشير التجارب العالمية إلى انخفاض تكلفة السيولة بعد هكذا تغيير.

2. **التجزئة العكسية للأسهم:** ولأن القيمة السوقية للعديد من الأسهم المدرجة منخفضة (فهي أقل من دينار واحد للعديد منها)، فإن أي ارتفاع أو انخفاض في السعر، بما يعادل مضاعف القرش الواحد أو أكثر، يشكل نسبة مئوية مرتفعة. ولهذا السبب، يوصي منتدى الاستراتيجيات الأردني بتشجيع الشركات على " التجزئة العكسية " للأسهم، أي جمع الأسهم (2 أو أكثر) تحت سهم

تتبعكس التنمية المالية في التحسن في نوعية الوظائف المالية الرئيسية الخمسة: (أ) إنتاج ومعالجة المعلومات المتعلقة بالاستثمارات الممكنة وتخصيص رأس المال استناداً إلى هذه التقييمات، (ب) مراقبة الأفراد والشركات وممارسة حوكمة الشركات بعد تخصيص رأس المال، (ج) تسهيل التعامل مع المخاطر وتنويعها وإدارتها، (د) تفعيل المدخرات، (هـ) تسهيل تبادل السلع والخدمات والأدوات المالية " (البنك الدولي).

وفي سياق التنمية المالية، ينبغي ألا يتم التقليل من أهمية الخدمات التي تقدمها أسواق الأوراق المالية للشركات المدرجة وللمستثمرين وللاقتصادات الوطنية، وهذا هو السبب وراء ازدياد عدد البورصات في العالم من نحو 50 سوقاً في العام 1975 إلى أكثر من 170 سوقاً في نهاية العام 2016.

كان أداء بورصة عمان مؤخراً مخيباً للآمال إلى حد ما. فعلى سبيل المثال، مع أن أداء مؤشر الأسعار خلال الفترة 2000-2008 كان شديد التقلب، عكس المؤشر انخفاضات مستمرة منذ العام 2008!

بايجاز،

ليس هناك شك في أن الأسباب الكامنة وراء الانخفاض الأخير (منذ العام 2008) في أسعار الأسهم متعددة. ومع ذلك، وبغض النظر عن ما هي هذه الأسباب، ركزت هذه الورقة على أهمية التعامل مع **تكلفة السيولة** في بورصة عمان كأولوية قصوى، وتشير النتائج إلى أن البورصة تعاني من قضية السيولة من خلال البعدين التاليين:

أولاً: لا يمكن تنفيذ أوامر المستثمرين في أي لحظة يختارونها بغض النظر عن ما هو السعر.

ثانياً: حتى عندما تنفذ أوامر المستثمرين، فعادة ما يتم ذلك بتكلفة عالية (هامش سعر الشراء والبيع).

المكشوف لتحسين السيولة بشكل أعلى. ومرة أخرى، تظهر الأدلة العالمية أن البيع المكشوف يؤدي الى الانخفاض في تكلفة السيولة وخاصة في الأسواق التي لا تعاني من مشكلة السيولة أصلاً. وبالإضافة إلى ذلك، تجدر الإشارة إلى أن البيع المكشوف مسموح به في السوق المالي السعودي، وهناك عدد من الأسواق الخليجية الأخرى على وشك استحداث هذه الأداة الاستثمارية، ومرة أخرى، يمكننا أن نستفيد من هذه التجارب.

5. السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة: من الضروري

أن تنظر الحكومة بجدية في "تفعيل" السوق الثانوي لإصدارات أذونات وسندات الخزينة وجعلها متداولة وبطبيعة الحال، هذه مهمة معقدة وتحتاج إلى التحليل المفصل، وفي هذا السياق، من مصلحة الشركات المدرجة في البورصة أن يتواجد لها سوق أولي وسوق ثانوي لا يعاني من مشكلة السيولة، وفي الواقع، هكذا سوق يزود الشركات المساهمة بمصدر إضافي لتمويل استثماراتهم الرأسمالية.

واحد، ومن شأن ذلك أن يزيد أسعار الأسهم وبالتالي يقلل من تكلفة سيولتها.

3. صانع السوق: يوصي منتدى الاستراتيجيات الأردني بمنح

التراخيص للشركات المهتمة بتوفير السيولة من خلال العمل كصانعي سوق. وباعتبارهم صانعي السوق، فإنهم ملزمون (بموجب القانون) بتقديم أسعار شراء وبيع باستمرار، مما يؤدي الى تحسن في السيولة. ويوصي المنتدى البدء بتطبيق هذا الاقتراح على عدد محدود من الشركات المساهمة لفترة تجريبية. ومرة أخرى، تظهر الأدلة العالمية أن مثل هذا التحرك والتغيير يعزز من سيولة الأوراق المالية (حجم التداول)، ويخفض تكلفة السيولة، ويحسن استقرار الأسعار. ومن الجدير بالذكر هنا أن كل من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي قد استحدثا صانع السوق في العام 2015 لعدد محدود من الشركات المدرجة، ويجب أن تكون هذه التجربة قيمة لبورصة عمان.

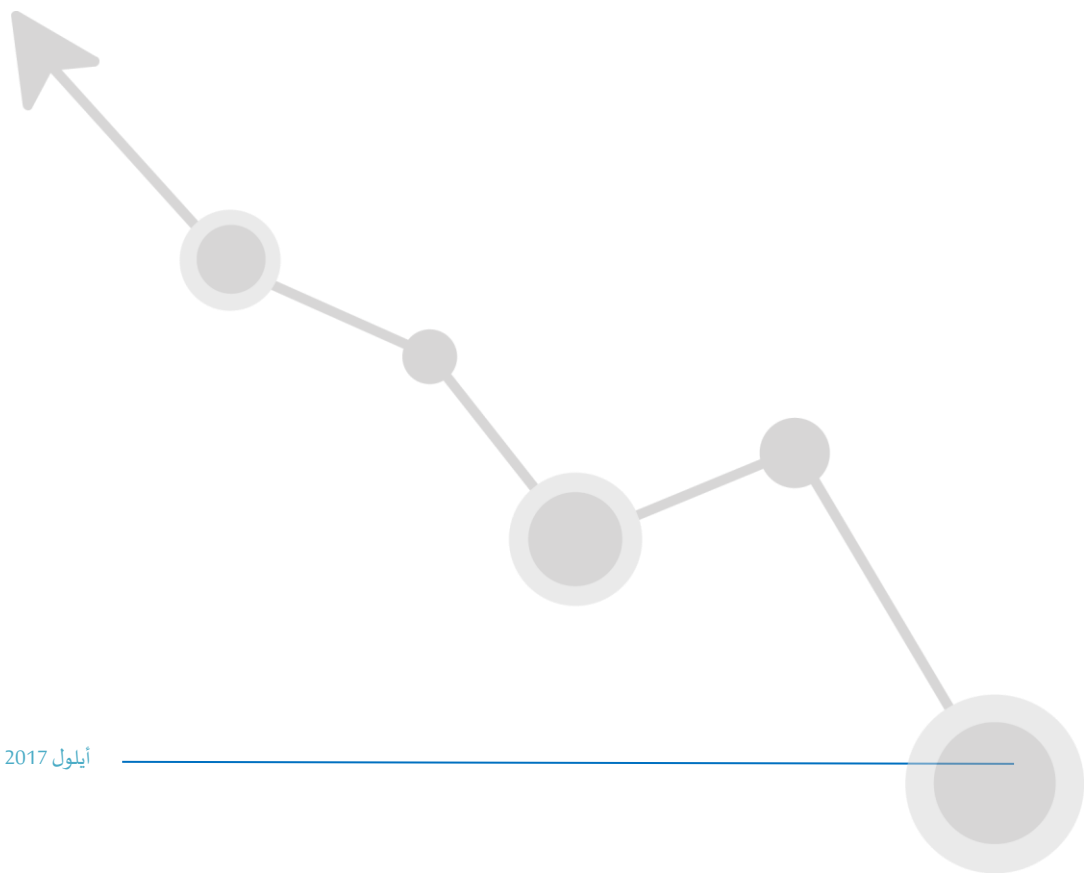
4. البيع المكشوف: وبمجرد تحسن السوق في ضوء السيولة،

فان منتدى الاستراتيجيات الأردني يوصي بالسماح للبيع



قائمة المراجع

1. Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", Journal of Political Economy 98: 1076-1107.
2. Levine, R. (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", Journal of Finance, 46: 1445-1465.
3. Wyman, O. "Enhancing Liquidity in Emerging Market Exchanges", World Federation of Stock Exchanges.





منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

هاتف: +٩١٢ ٦٥١١ ٦٤٧٦ فاكس: +٩١٢ ٦٥١١ ٦٣٧٦

www.jsf.org info@jsf.org

@JSFJordan /JordanStrategyForumJSF