

ورقة سياسات



منتدى الاستراتيجيات الأردني  
JORDAN STRATEGY FORUM

التطور المالي في الأردن: الطريق إلى الأمام

شباط 2023



## 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 والمعنيين بالشأن الاقتصادي؛ بهدف بناء تحالف يدفع نحو استراتيجيات مستدامة للتنمية، ورفع مستوى الوعي في الشؤون الاقتصادية والتنموية، 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

**أوراق السياسات: ورقة السياسات هي بحث يركز على قضية أو مشكلة معينة، وتقدم توصيات واضحة لصانعي السياسات.**

## جدول المحتويات

4	مقدمة
5	مؤشرات مختارة لقياس أداء التطور المالي
7	أبرز المشاهدات حول أداء الأردن في مؤشرات التطور المالي
14	سوق رأس المال الأردني: بورصة عمّان
17	النتائج والتوصيات
21	التشريعات ذات العلاقة بسوق رأس المال
22	الخلاصة
23	مرفق (1) آلية التداول في بورصة عمّان

## 1. مقدمة

يلقى الدور الذي تلعبه مؤسسات التمويل (البنوك، وأسواق الأسهم والسندات، وشركات التأمين، وغيرها) في عملية النمو والتنمية اهتمامًا واسعاً من الباحثين والأكاديميين، وكذلك من المنظمات الدولية مثل البنك الدولي (WB)، وصندوق النقد الدولي (IMF)، ومؤسسة التمويل الدولية (IFC). حيث يشير البنك الدولي، إلى أن قيام مؤسسات التمويل بأداء مهامها بكفاءة، من شأنه أن يعزز من النمو الاقتصادي، ويزيد من الفرص الاقتصادية، ويساهم في استقرار الاقتصاد؛ كما هو مبين في الاقتباسات التالية:

1. "تشهد الاقتصادات، ذات الأنظمة المالية المتطورة، نمواً أسرع على المدى الطويل. وتشير العديد من الأدلة إلى أن **التنمية المالية ليست نتيجة للنمو الاقتصادي فقط، بل هي مساهم رئيسي في تحقيقه.**"

2. "**تحد التنمية المالية من الفقر وعدم المساواة،** من خلال توسيع قاعدة وصول الفئات الفقيرة والهشة إلى التمويل. كما وتسهّل التنمية المالية من عملية إدارة المخاطر والحد من التعرض للصدمات المالية، وكذلك تحفيز الاستثمار، وزيادة الإنتاجية مما ينعكس على ارتفاع مستويات الدخل."

3. "يساعد **تطوير القطاع المالي في نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** من خلال إتاحة التمويل لها وتسهيل الوصول إليه. إذ عادةً ما تتصف هذه الشركات بأنها كثيفة العمالة كونها قادرة على استحداث عدداً أكبر من الوظائف مقارنة بالشركات الكبيرة."

اعتبرت "رؤية التحديث الاقتصادي"، الخدمات المالية كأحد أهم القطاعات ضمن محرك "الخدمات المستقبلية"، والذي يشمل أيضاً خدمات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والصناعات الإبداعية، والرعاية الصحية، والتجارة، والنقل. وقد أشارت الرؤية إلى:

- **أهمية سوق رأس المال** باعتباره قطاعاً استراتيجياً، **وإلى ضرورة تطوير آليات عمله** لتحفيز الاستثمار ودفع النمو الاقتصادي إلى مستويات أعلى.
- **أن إمكانات قطاع التمويل الاستراتيجية عظيمة**، في حال تم تطوير سوق رأس المال للمساهمة في الاستثمار والتمويل.
- أبرز المبادرات المقترحة في الخدمات المالية وهي مبادرة **تطوير سوق رأس المال (الأسهم والسندات) ليصبح أكثر سيولة وعمقاً.**

وعليه، فإن الهدف العام من ورقة السياسات هذه، الصادرة عن منتدى الاستراتيجيات الأردني، هو تسليط الضوء على كيفية النهوض بأداء الأردن في "مؤشر التطور المالي" الصادر عن صندوق النقد الدولي (IMF)، ومؤشر "تطور الأسواق المالية" الصادر عن البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD)، ومن ثم استخلاص الدروس المستفادة التي من شأنها أن ترفع من درجة الأردن في هذه المؤشرات. وعليه، يقدّم المنتدى مجموعة توصيات من شأنها أن تساهم بشكل رئيسي في تنفيذ مبادرة رؤية التحديث الاقتصادي حول تطوير سوق رأس المال، والتي تمت مناقشتها في عدة جلسات حوارية مع مختلف المعنيين.

## 2. مؤشرات مختارة لقياس أداء التطور المالي

نورد أدناه لمحة عن مؤشرين دوليين معنيين بقياس التطور المالي:

### 1. مؤشر "التطور المالي" الصادر عن صندوق النقد الدولي (IMF)

يقيس مؤشر التطور المالي أداء الدول بناءً على مدى تطور المؤسسات المالية (البنوك والتأمين) وأسواق رأس المال (سوق الأوراق المالية) ضمن ثلاثة محاور رئيسية هي العمق-Depth، والوصول-Access، والكفاءة-Efficiency.

مؤشر التطور المالي		
مؤشر الأسواق المالية:	مؤشر المؤسسات المالية:	
<ul style="list-style-type: none"> <li>نسبة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي، حجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي،</li> <li>نسبة سندات الدين الدولية للحكومة إلى الناتج المحلي الإجمالي،</li> <li>نسبة إجمالي السندات المطروحة من الشركات المالية وغير المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي،</li> <li>نسبة أصول صناديق التقاعد إلى الناتج المحلي الإجمالي،</li> <li>نسبة أصول الصناديق المشتركة إلى الناتج المحلي الإجمالي،</li> <li>نسبة أقساط التأمين المدفوعة إلى الناتج المحلي الإجمالي.</li> </ul>	العمق
<ul style="list-style-type: none"> <li>القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها باستثناء أكبر 10 شركات إلى الناتج المحلي الإجمالي، إجمالي عدد مصدري الديون (المحلية والخارجية، والشركات المالية وغير المالية) لكل 100,000 فرد.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>عدد فروع البنوك لكل 100,000 فرد،</li> <li>أجهزة الصراف الآلي لكل 100,000 فرد.</li> </ul>	الوصول
<ul style="list-style-type: none"> <li>معدل دوران الأسهم (حجم التداول في السوق الثانوي إلى إجمالي القيمة السوقية).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>صافي هامش الفائدة في القطاع المصرفي، والفارق ما بين سعر (فائدة) الاقتراض والودائع،</li> <li>نسبة دخل البنوك من غير الفوائد إلى إجمالي الدخل،</li> <li>نسبة التكاليف إلى إجمالي الأصول،</li> <li>العائد على أصول البنوك،</li> <li>العائد على حقوق الملكية.</li> </ul>	الكفاءة

### مكونات مؤشر التطور المالي



## 2. مؤشر "تطور الأسواق المالية" الصادر عن البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD)

بالإضافة إلى مؤشر التطور المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي، لا بد من الإشارة أيضاً إلى التقرير الصادر عن البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية بعنوان "تقرير الانتقال 2021-2022، تحديث النظام، وتحقيق المكاسب الرقمية." ويشمل التقرير على مؤشر جديد حول تطور الأسواق المالية للدول الأوروبية والعديد من اقتصادات الدول الأخرى (المتقدمة والناشئة). ويتكون المؤشر، الذي يشمل مقارنات لاقتصادات 50 دولة، من محورين رئيسيين هما:

### 1. الشروط اللازمة لتنمية السوق المستدامة:

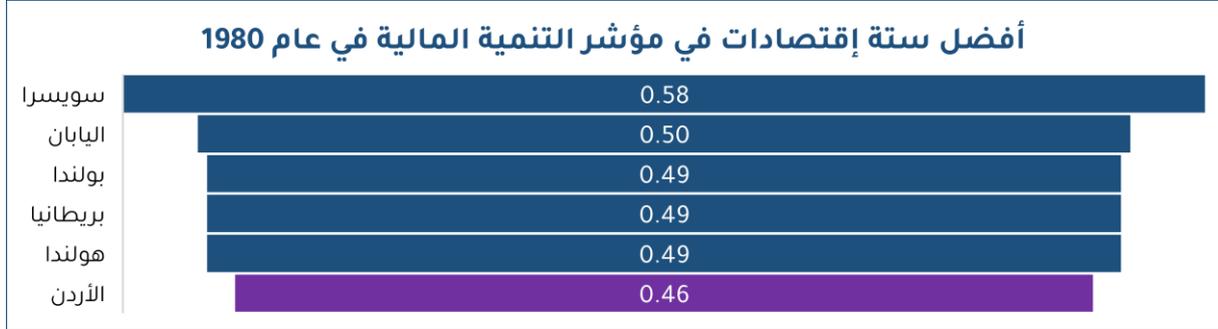
يغطي هذا المحور ظروف الاقتصاد الكلي، والأطر القانونية والتنظيمية، والبنية التحتية للسوق وعمق قاعدة المستثمرين المحليين (والتي تقاس إلى حد ما بنظام التقاعد وسياسات هيكلية أخرى).

### 2. المؤشرات الخاصة بفئة الأصول التي تعكس مدى تطور سوق رأس المال:

يجسد هذا المحور نتائج السوق من حيث العمق، والسيولة، وتنوع الأسواق عبر عدة فئات من الأصول: كالدخل الثابت، والأسهم، والأسواق المالية، والمشتقات المالية (Derivatives).

### 3. المشاهدات حول أداء الأردن في مؤشرات التطور المالي

أ. أبرز المشاهدات حول أداء الأردن في مؤشر التطور المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي. أ. في عام 1980، كانت سويسرا الدولة ذات الأداء الأفضل وبدرجة بلغت 0.58. أما الأردن، فحصل على الترتيب 183 / 6 دولة وبدرجة بلغت 0.46.



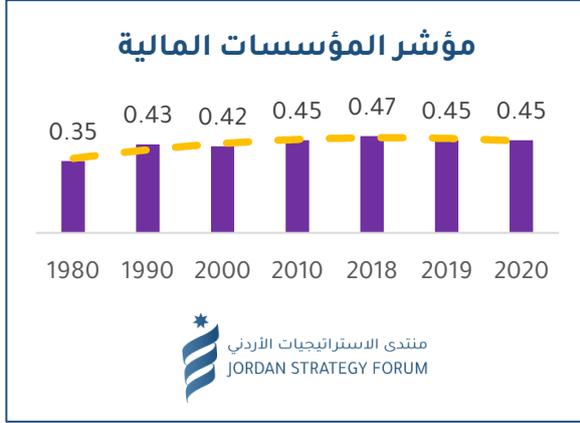
ب. تراجع أداء الأردن في مؤشر التنمية المالية، حيث فقد الأردن أداءه الجيد في المؤشر، بعد أن بلغت أعلى درجة له 0.53 في عام 1990 لتصل إلى 0.35 في عام 2020.



ت. رغم تفوق الأردن في التنمية المالية على مستوى الإقليم في عام 1980، إلا أن أداءه بدأ يتراجع تدريجياً ليتفوق فقط على أداء لبنان، ومصر، وتونس في عام 2020.

أداء الدول في مؤشر التنمية المالية على المستوى الإقليمي					
2020		الدولة	1980		الدولة
الترتيب	الدرجة		الترتيب	الدرجة	
32	0.53	قطر	6	0.46	الأردن
46	0.46	الإمارات	18	0.34	قطر
50	0.45	السعودية	40	0.24	البحرين
52	0.41	البحرين	45	0.22	لبنان
59	0.37	الكويت	50	0.19	مصر
61	0.37	عمان	51	0.19	عمان
67	0.35	المغرب	61	0.16	الكويت
68	0.35	الأردن	62	0.15	السعودية
77	0.31	لبنان	73	0.14	تونس
79	0.30	مصر	80	0.13	الإمارات
98	0.24	تونس	81	0.13	المغرب

ث. فيما يخص أداء الأردن على المؤشرات الفرعية لمؤشر التطور المالي، فقد ارتفعت درجته في مؤشر المؤسسات المالية من 0.35 في عام 1980 إلى 0.45 في عام 2020. أما في مؤشر الأسواق المالية، فمن المؤسف أن درجة الأردن قد تراجعت من أعلى درجة متحققة وهي 0.62 في عام 1990 إلى أدنى وآخر درجة متحققة، وهي 0.24 في عام 2020.



واستناداً إلى ما ذكر أعلاه، من الواضح أن مؤشر الأسواق المالية هو سبب تدهور أداء الأردن في المؤشر الكلي للتطور المالي. فعند النظر إلى المحاور الثلاثة في مؤشر الأسواق المالية لتحديد مواطن الخلل الكامنة وراء تدهور أداء الأردن في هذا المؤشر، نجد أن أداء الأردن قد تراجع في المحاور الثلاثة جميعها، وخاصةً في محوري العمق والكفاءة.



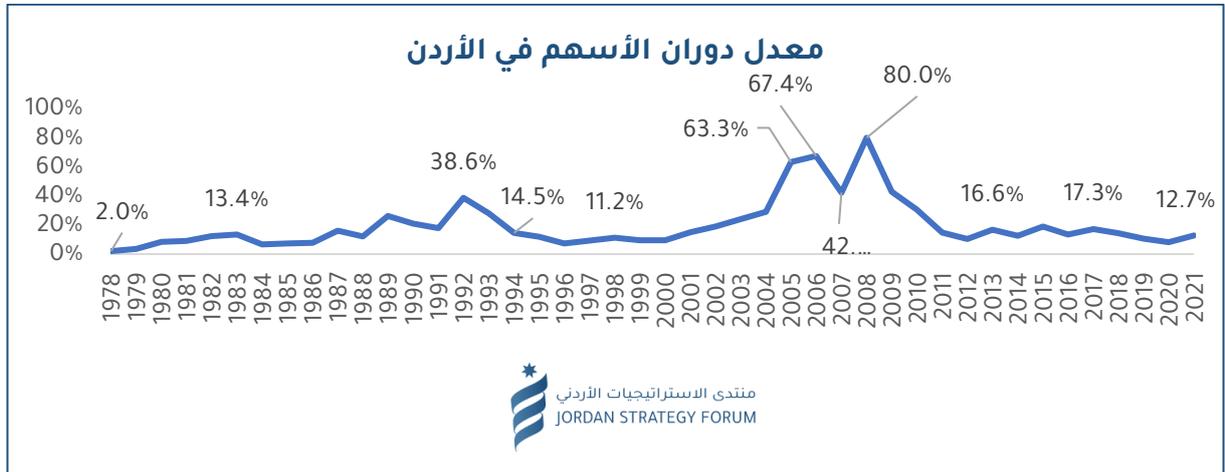
تعتبر "القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها باستثناء أكبر 10 شركات إلى الناتج المحلي الإجمالي" أحد أبرز مكونات محور الوصول إلى الأسواق؛ فمن الواضح أن سوق رأس المال الأردني شديد التركز، حيث تمثل الشركات العشر الأولى 67.8% من القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة، كما تستحوذ على 55.8% من حجم التداول الكلي.

القيمة السوقية وحجم التداول في عام 2021		
المؤشر	أكبر 10 شركات	162 شركة
القيمة السوقية (دينار)	10,503,900,000	4,991,800,000
حجم التداول (دينار)	1,095,653,343	867,946,657
نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية	67.8%	32.2%
نسبة إلى إجمالي حجم التداول	55.8%	44.2%

كما تعتبر "نسبة حجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي" أحد أبرز مكونات محور عمق الأسواق: حيث أن نسبة حجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي في سوق رأس المال الأردني "منخفضة"، إذ لم يشهد السوق أي حجم تداول مرتفع نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي إلا في الأعوام 2005-2008 فقط.

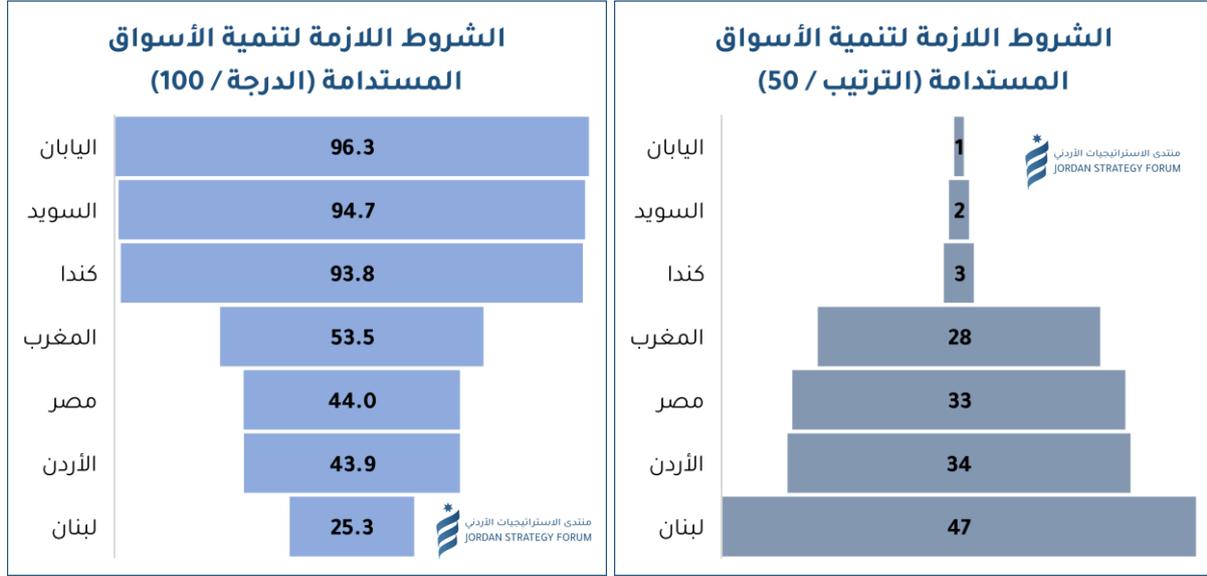
سوق عمان للأوراق المالية: نسبة حجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي							
السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة
1978	0.7%	1989	15.2%	2000	5.6%	2011	13.6%
1979	1.6%	1990	9.7%	2001	10.5%	2012	8.8%
1980	3.6%	1991	10.2%	2002	14.0%	2013	12.4%
1981	5.2%	1992	24.6%	2003	25.7%	2014	8.7%
1982	7.8%	1993	24.9%	2004	46.9%	2015	12.5%
1983	7.9%	1994	11.4%	2005	189.0%	2016	8.2%
1984	3.1%	1995	8.9%	2006	133.1%	2017	10.0%
1985	3.4%	1996	5.1%	2007	101.8%	2018	7.6%
1986	3.1%	1997	6.9%	2008	126.4%	2019	5.0%
1987	6.5%	1998	8.3%	2009	55.5%	2020	3.4%
1988	5.6%	1999	6.7%	2010	34.7%	2021	6.1%

يعتبر "معدل دوران الأسهم (حجم التداول في السوق الثانوي إلى إجمالي القيمة السوقية)" أحد أبرز مكونات محور كفاءة الأسواق: فمن الواضح أن معدل دوران الأسهم في سوق رأس المال الأردني منخفضاً، إذ لم يشهد السوق أي حجم تداول مرتفع نسبةً إلى إجمالي القيمة السوقية إلا في الأعوام 2005-2008 فقط.

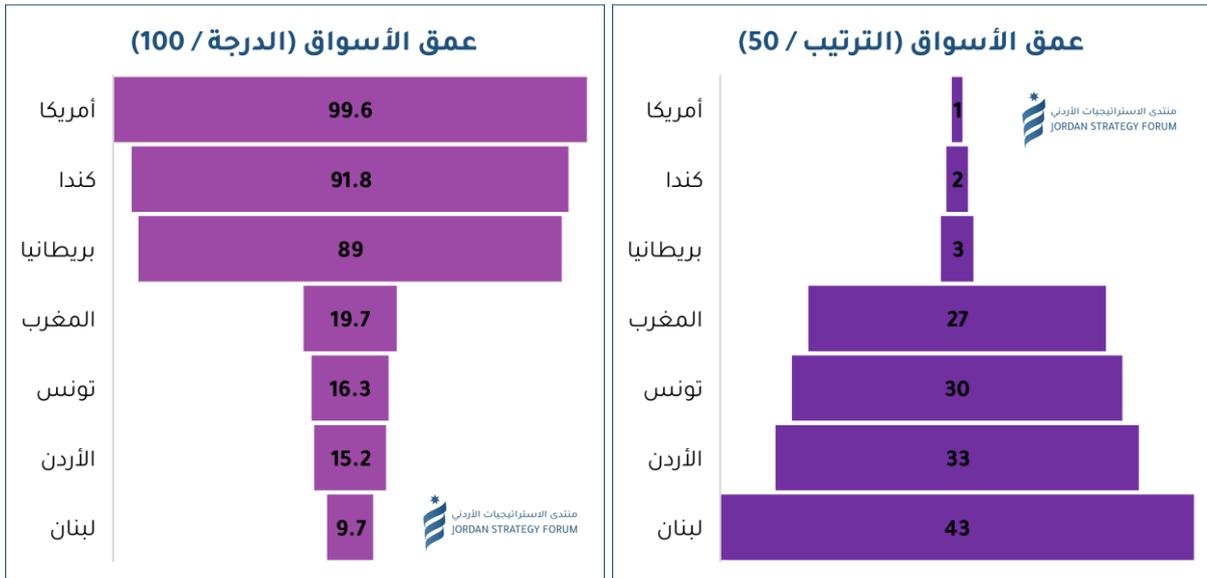


وبالنظر إلى مؤشر تطور السوق المالي الصادر عن البنك الأوروبي للإعمار والتنمية، نجد أن أداء الأردن متواضعا أيضا في هذا المؤشر:

1. حيث احتلت كل من اليابان والسويد وكندا، المراتب الثلاثة الأولى على محور الشروط اللازمة لتنمية السوق المستدامة. بالمقابل؛ فقد حصل الأردن على المرتبة 34 من بين 50 اقتصاداً، وبدرجة 43.9.

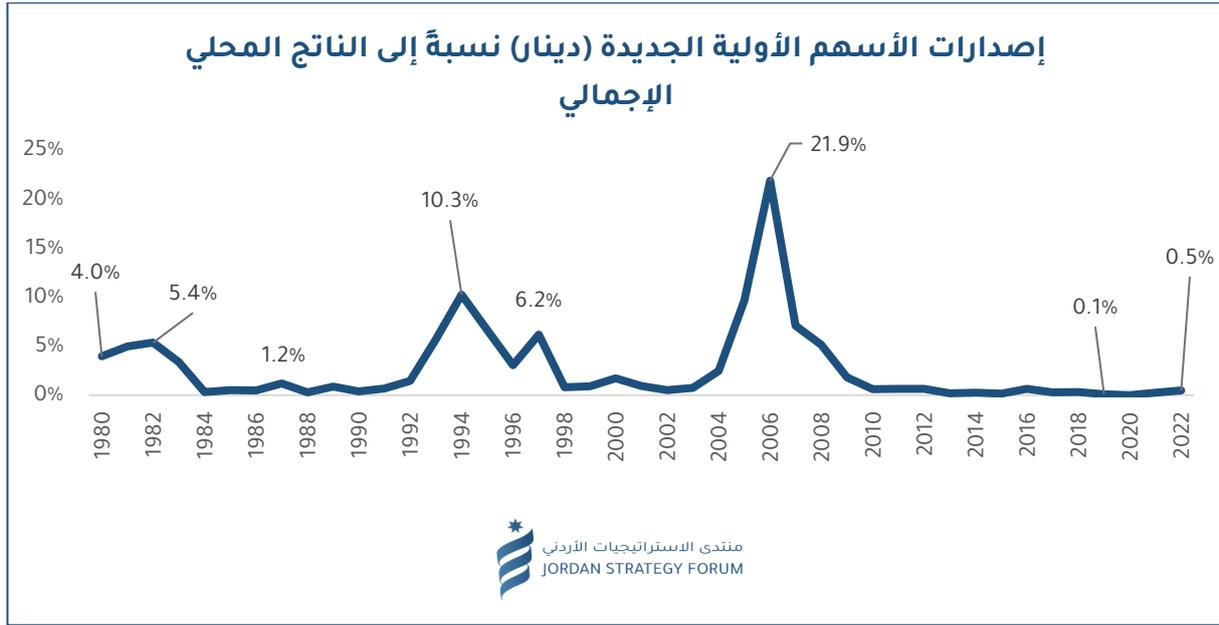


2. كما احتلت كل من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمملكة المتحدة المراتب الثلاثة الأولى على محور عمق السوق المالي. بالمقابل: حصل الأردن على المرتبة 33 من بين 50 اقتصاداً، ودرجة 15.2.

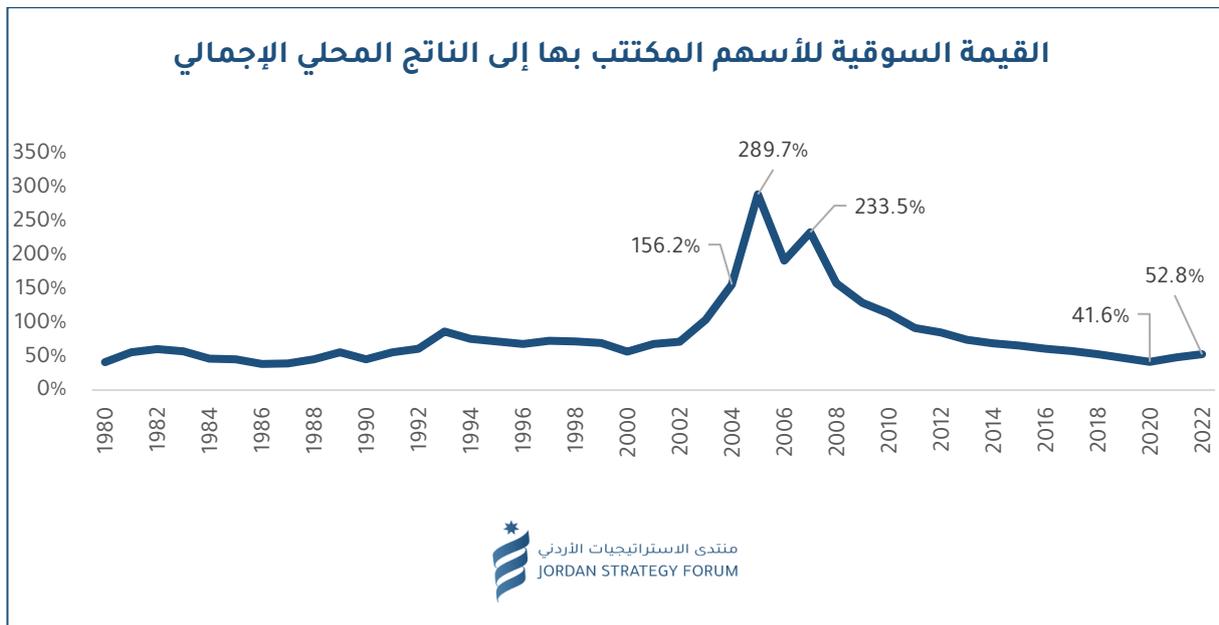


إضافةً إلى المذكور أعلاه، تجدر الإشارة إلى ما يلي:

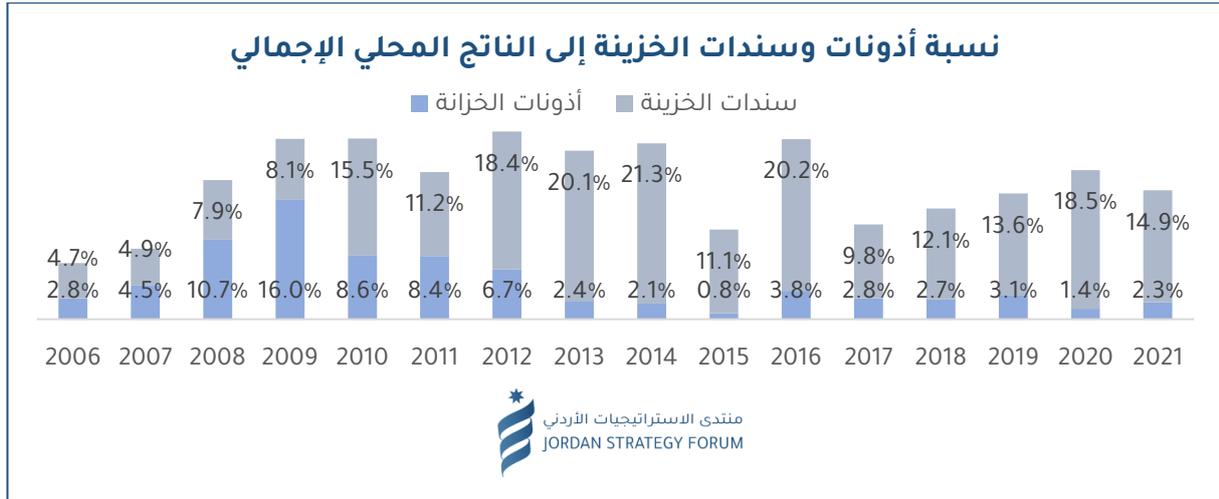
- باستثناء بعض السنوات، لطالما كانت إصدارات الأسهم الجديدة نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي متواضعة، كما يشير الرسم البياني أدناه. وفي هذا السياق، تجدر الإشارة إلى أنه "في الفترة من 2016 إلى 31 آب 2022، شهد سوق الأسهم السعودية أكبر عدد من الاكتتابات الأولية، وأكبر مبلغ إجمالي للطرح بين أسواق الأسهم الخليجية، بإجمالي 38.9 مليار دولار، من خلال 60 اكتتاب عام، تليها دولة الإمارات العربية المتحدة بقيمة إجمالية للأسهم الأولية 14.5 مليار دولار من خلال 11 اكتتاباً أولياً.



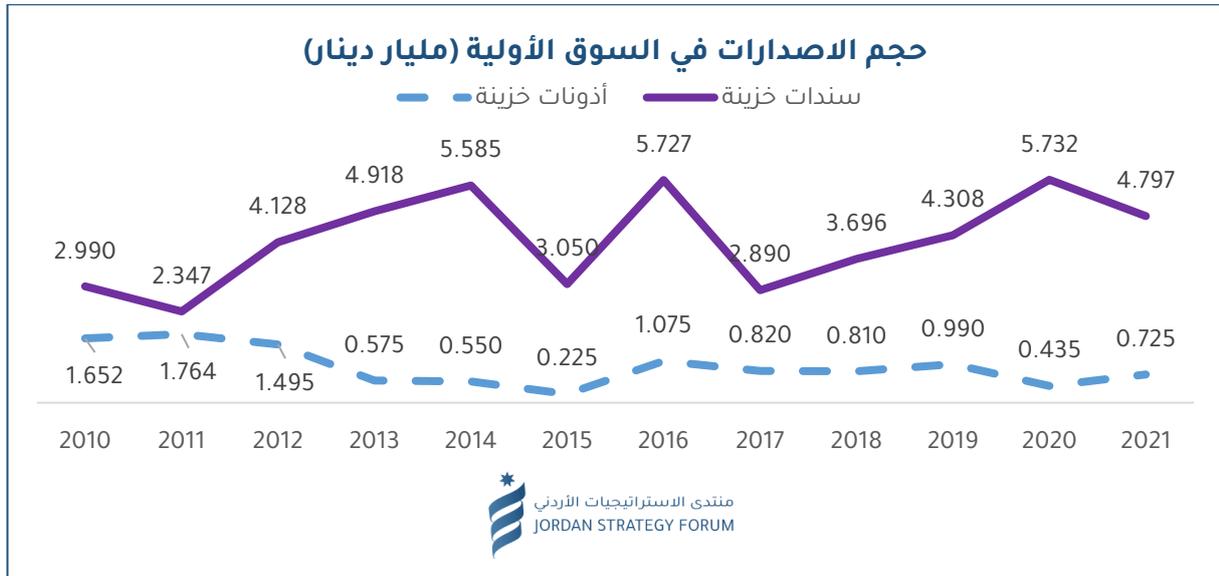
- تجدد الإشارة إلى أنه لا بد من البناء على التحسن النسبي في الأعوام الأخيرة في القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي. وكذلك التحسن في معدل دوران الأسهم في سوق رأس المال الأردني. إلا أن النسب لا زالت متواضعة، وخاصة إذا ما قورنت بالفترة 2007-2005.



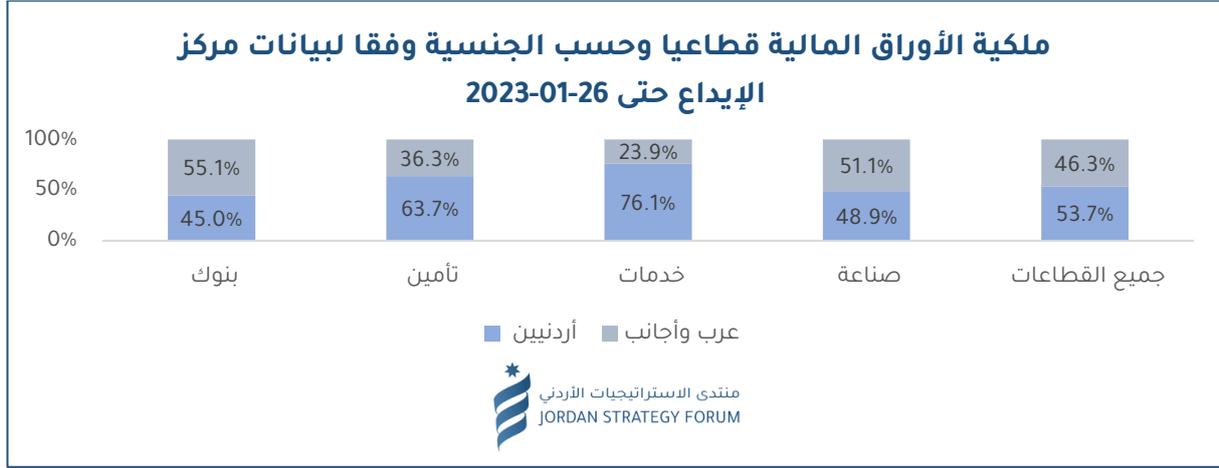
- على الرغم من كثافة إصدارات الحكومة للأوراق المالية، إلا أنه لا يتم تداول هذه الإصدارات في السوق الثانوية، إذ يعتبر هذا من "غير المعتاد" في معظم الدول التي تصدر أوراقا مالية حكومية.



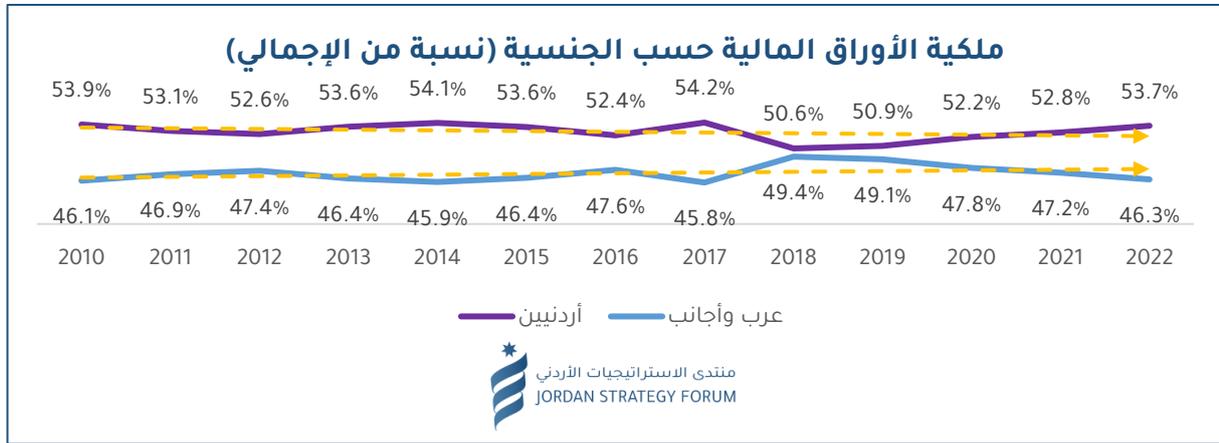
- قد يكون من الصعب، في ظل استمرارية العجز في الموازنة وارتفاع مستويات الدين العام، **استحداث سوق للأوراق المالية الحكومية في قطاعها "الثانوي"**. فعادةً يتم بيع الأوراق المالية الحكومية في الأردن (أذونات وسندات الخزينة) إلى البنوك المرخصة وصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي. فعلى سبيل المثال، في عام 2021، شكلت أذونات وسندات الخزينة حوالي 57.0% من إجمالي أصول صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي (12.3 مليار دينار أردني).



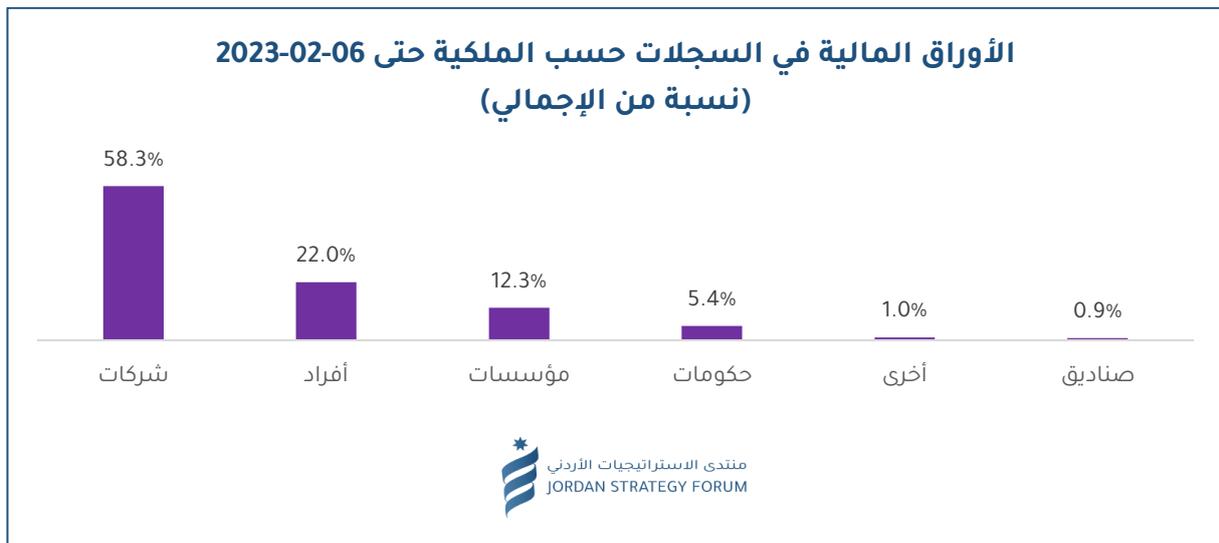
- أما من حيث ملكية الأوراق المالية (الأسهم) حسب الجنسية، فتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية، أن ما يزيد عن النصف منها (53.7%) تعود ملكيتها إلى الأردنيين. وفي هذا السياق، لا بد من الإشارة إلى التفاوت القطاعي في هذه النسبة. على سبيل المثال، 76.1% من الأسهم المكتتب بها في قطاع الخدمات يمتلكها الأردنيين.



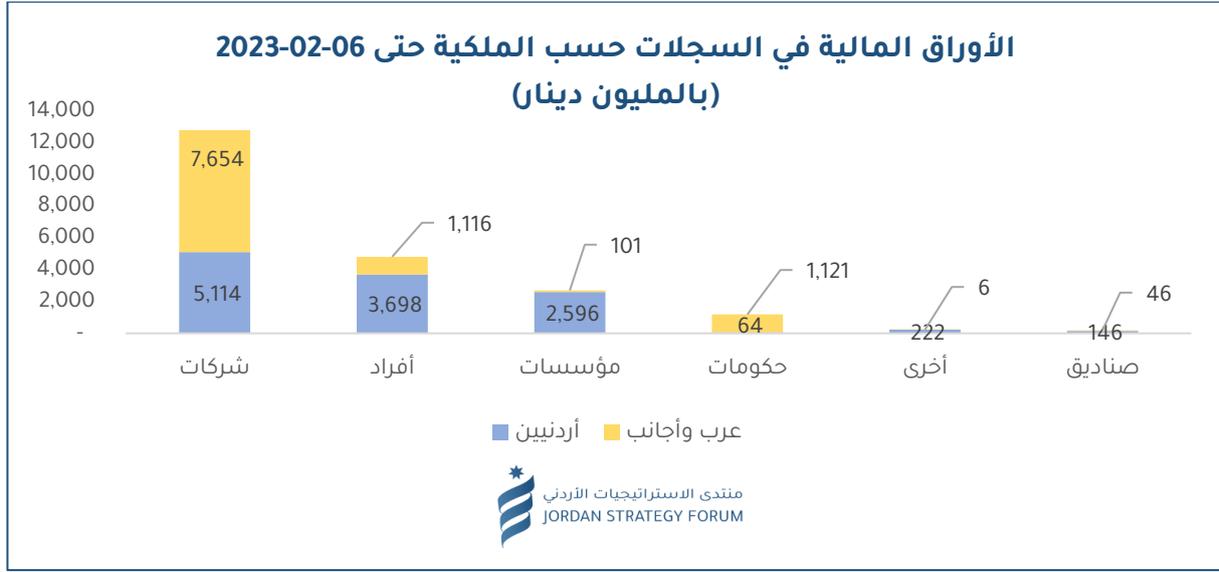
- وقد انخفضت نسبة ملكية الأوراق المالية من قبل المستثمرين غير الأردنيين من 49.4% في عام 2018 إلى 46.3% في عام 2022، في حين ارتفعت نسبتها لدى الأردنيين من 50.6% إلى 53.7%.



- وفيما يتعلق بملكية الأوراق المالية حسب طبيعة الجهة المالكة لها، فإن الشركات تمتلك الحصة الأكبر منها، وبنسبة بلغت 58.3%. أما الصناديق، فهي تمتلك الحصة الأقل من الأوراق المالية، وبنسبة بلغت 0.9%.



- وتمتلك الشركات النسبة الأكبر من الأوراق المالية وقيمة اجمالية بلغت 12,768 مليون دينار، ويمتلك الأردنيون 40% من هذه القيمة مقابل 60% لغير الأردنيين. وقد بلغت ملكية الأفراد من الأوراق المالية حوالي 4,814 مليون دينار، يمتلك الأردنيون 76.8% من هذه القيمة. فيما تمتلك المؤسسات حوالي 2,697 مليون دينار من قيمة الأوراق المالية، 96.2% من هذه القيمة يمتلكها الأردنيون. وقد بلغت قيمة ملكية الحكومات من الأوراق المالية 1,185 مليون دينار. في حين تمتلك الصناديق 192 مليون دينار من الأوراق المالية.



## 4. سوق رأس المال الأردني: بورصة عمّان

إن الدور الاقتصادي لبورصة عمّان في غاية الأهمية، حيث يضم السوق بعض أكبر الشركات في الأردن، والتي تمثل مختلف القطاعات الاقتصادية كالبنوك، والشركات الصناعية، والتعدينية والخدماتية. وتحظى هذه الشركات بالعديد من المزايا عند إدراجها في البورصة. كما توفر الشركات المدرجة للمستثمرين عدة فوائد كما هو مبين أدناه:

1. تستطيع الشركات المدرجة **زيادة رأس مالها بسهولة** كونها معروفة لدى المستثمرين، وبالتالي يمكنها استقطاب التمويل بسهولة لتوسيع نشاطها.
2. تجذب الشركات المدرجة انتباه المستثمرين، والمحليين، والصحف، والمجلات، وقنوات التلفزة، وغيرها، مما يساهم في **تعزيز شهرتها وسمعتها في السوق**.
3. يقدم سوق الأوراق المالية للمساهمين/ المستثمرين مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، مثل الأسهم، والسندات، والمشتقات المالية (Derivatives)، وسوق الخيارات (Options) للاستثمار فيها، مما **يساعد المستثمرين على تنويع محافظهم الاستثمارية**.
4. يساعد الإطار التنظيمي للبورصة في **الحد من المخاطر الاحتمالية** عند استثمار الأفراد والمؤسسات في الأوراق المالية.
5. يحمي الإطار التنظيمي للسوق المالي مصالح الأفراد والمؤسسات عند استثمارهم في الأوراق المالية، مما **يقلل من مخاطر الممارسات الاحتمالية للشركات**.

في سياق الأهمية الاقتصادية لبورصة عمان، وفوائد إدراج الشركات فيها، وفي ضوء تراجع درجة الأردن في مؤشر السوق المالي، لا بد من الإشارة إلى أهمية الأسواق الثانوية التي تتمتع بسيولة أوراقها المالية. حيث تمكن السوق الثانوية السائلة المستثمرين من تنفيذ أوامرهم (الشراء والبيع) على الفور وبأقل تكلفة ممكنة.

يعتبر مفهوم السيولة، والذي يعبر عن مدى قدرة المستثمرين على بيع وشراء الأسهم بشكل فوري، هاماً لسببين رئيسيين:

1. **تأثير المستوى:** نظراً لأن المشاريع الاستثمارية الرأسمالية المربحة تتطلب التزامات مالية طويلة الأجل، فإن وجود سوق ثانوية تتمتع بالسيولة تشجع المدخرين على الاستثمار في إصدارات الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛ لأنهم يعلمون أنه يمكنهم بيعها في السوق الثانوية بسرعة وبتكلفة زهيدة متى اختاروا ذلك.

2. **تأثير الكفاءة:** توفر السوق الثانوية التي تتمتع بالسيولة للمستثمرين مزايا أفضل في تنويع محافظهم الاستثمارية. حيث يتجه المستثمرون إلى تحويل محافظهم الاستثمارية من محافظ "آمنة" في مشاريع منخفضة العائد، إلى محافظ "أكثر خطورة" في مشاريع مرتفعة الربحية. وتؤدي هذه التحولات في التدفقات الرأسمالية، إلى تحسين الكفاءة في عملية تخصيص رأس المال، وتعزيز النمو الاقتصادي الحقيقي.

يعتبر سوق عمان المالي والذي تم تأسيسه في العام 1978 من الأسواق الناشئة. كما إن آلية التداول في بورصة عمان مدفوعة بالأوامر (Order-Driven Market): حيث يتم بموجب هذا النظام اتباع قواعد صارمة تعطي الأولوية للسعر والوقت. على سبيل المثال، في حال تم تسجيل أمرين شراء (أو بيع) أو أكثر، فإن الأمر ذو السعر الأعلى (أو الأدنى) له الأولوية في التنفيذ. وإذا كان هناك أمرين أو أكثر من نفس النوع والسعر، فإن أولوية التنفيذ تكون للأمر الذي يتم تدوينه أولاً. وعليه، تعاني آلية التداول في بورصة عمان من ضعف رئيسي؛ وهو عدم قدرة المستثمر على تنفيذ أمر الشراء أو البيع بشكل فوري نتيجة لضعف السيولة في السوق.

ولفهم هذه المشكلة بشكل أفضل تم وضع عدة سيناريوهات تشرح هذا الآلية في المرفق (1) لهذه الورقة. حيث توضح تلك السيناريوهات، سبب الضعف في أداء بورصة عمان من حيث مقياسي الكفاءة والعمق التي يستخدمها صندوق النقد الدولي. فبسبب آلية التداول (المدفوعة بالأوامر)، تعاني بورصة عمان من انخفاض نسبة الدوران (الكفاءة). إضافة إلى ذلك، ونظراً لأن انخفاض الأسعار وارتفاعاتها ليست متماثلة، فإن هذه المشكلة تميل إلى خفض الزيادات في الأسعار مع مرور الوقت.

<sup>1</sup> بورصة عمان: وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما يشرح السوق، أعماله بتاريخ 1/1/1978.

وعليه، يمكن الاستنتاج أن سوق الأوراق المالية ضعيف من حيث نسبة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي (العمق). ونظراً لآلية التداول الحالية، تعاني بورصة عمّان من ارتفاع تكلفة السيولة.

**ولتحسين درجة وترتيب الأردن في مؤشر التنمية المالية، لا بد من العمل على ما يلي:**

- أ. زيادة عدد الشركات المدرجة.
- ب. زيادة حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة.

## 5. النتائج والتوصيات

إن العامل المشترك بين جميع أسواق الأوراق المالية هو الجمع ما بين المشتري والبائع للأوراق المالية معًا للتداول في السوق الثانوية. أما في بورصة عمان، فتعتمد آلية التداول فيها على أوامر (الشراء والبيع). وعادة ما تعاني أسواق الأسهم المدفوعة بالطلبات من افتقار القدرة على تنفيذ الطلبات بشكل فوري، مما ينعكس على ضعف قدرة المستثمر من تنفيذ أوامره بشكل فوري. إضافة إلى أن تكلفة السيولة (الفرق ما بين العرض والطلب) تميل إلى الارتفاع.

ولتحقيق مبادرات قطاع الخدمات المالية التي وردت في رؤية التحديث الاقتصادي، وخاصةً مبادرة "تطوير سوق رأس المال (الأسهم والسندات) لتصبح أكثر سيولة وعمقاً"، يورد منتدى الاستراتيجيات الأردني أدناه مجموعة توصيات التي تُعنى بتطوير الأداء المالي للأردن:

### أ. توصيات قصيرة الأجل (سنة فأقل):

#### 1. التجزئة العكسية للأسهم - Encourage Reverse Stock Split:

إن حقيقة انخفاض سعر العديد من الأسهم الأردنية المدرجة في السوق (السعر أقل من دينار واحد)، يعني أن أي تغيير في السعر (مضاعفات قرش واحد) يميل إلى أن يكون مرتفعاً. لذا، يجب تشجيع الشركات على "تجزئة أسهمها بشكل عكسي"؛ أي الجمع بينها بدل التقسيم. حيث سيؤدي ذلك إلى زيادة أسعار الأسهم، وبالتالي تقليل تكلفة السيولة.

2. دراسة نسبة امتلاك كبار المساهمين في أسهم الشركات المدرجة ونسبة الأسهم الحرة (Free-Float) بهدف تعزيز حجم التداول في السوق الثانوية لإعادة النظر في تحديد نسبة الأسهم الحرة.

3. دراسة رسوم الإصدار والإدراج وضريبة التداول بهدف تحفيز الشركات على إدراج أوراقها المالية.

### ب. توصيات متوسطة الأجل (سنة - سنتين):

#### 1. استحداث صانعي السوق - Introduce Market Makers:

من المهم النظر في ترخيص ما يسمى بـ "صانعي السوق" إضافةً إلى الوسطاء الحاليين، إذ يقدم صانع السوق (وهي شركات يمكن أن تكون تابعة للبنوك، أو لشركات الوساطة، أو لأي مؤسسة أخرى تابعة للقطاع الخاص) خدمات التداول (السيولة).

**يلتزم صانعي السوق، بموجب القانون، بإنشاء سوق "للأوراق المالية التي يتم ترخيصهم بها.** كما يحتفظ صانعي السوق بمخزون من الأوراق المالية التي يحركون من خلالها عملية التداول في السوق المالي. إضافةً إلى ذلك، عليهم الإفصاح عن سعرين باستمرار: السعر الذي يرغب الشراء به (سعر العرض)، والسعر الذي يرغب البيع به (سعر الطلب). ويسمى الفرق بين سعري

الشراء والبيع "هامش العرض والطلب". ويمثل هذا الهامش ربحية صانعي السوق. وتجدر الإشارة إلى أن آلية عملهم تشبه إلى حد كبير آلية عمل الصرافين.

ومن الناحية العملية، عندما يتلقى صانع السوق أمر شراء، فإنه يبيع على الفور الأسهم أو السندات من مخزونه بالسعر المعروف (الطلب). وعندما يتلقى صانع السوق أمر بيع، فإنه يشتري الأسهم أو السندات بالسعر المعروف (العرض) ويضيفها إلى المخزون.

**وبطبيعة الحال، عندما يتلقى أي صانع للسوق أوامر شراء متتالية، فله الحرية في زيادة السعر لتشجيع أوامر البيع.**

**وكذلك الأمر، عندما يتلقى أي صانع للسوق أوامر بيع متتالية، فله الحرية في تخفيض السعر لتشجيع أوامر الشراء.**

وفي حال غياب وجود صانع السوق، فإنه سيتعين على المشتري الانتظار لحين وجود بائع مطابق لسعره، وقد يستغرق ذلك وقتاً طويلاً. أضف إلى ذلك، أن معظم الأوراق المالية لا تملك السيولة الكافية لدعم حجم التداول.

**ويترتب على ضعف السيولة في الأسواق المالية عدة آثار سلبية لا يمكن تجاهلها، نذكر منها:**

**أولاً،** تعتبر التغيرات في أسعار الأسهم متقلبة (أي محفوفة بالمخاطر)، حيث إنها تتفاوت بشكل كبير بين سعر العرض والطلب.

**ثانياً،** تظهر الأدلة الدولية بوضوح، أن عوائد الأسهم في الأسواق غير السائلة تميل إلى أن تكون منخفضة.

**ثالثاً،** لا تشجع العوائد المنخفضة للأسهم الشركات المدرجة من البورصة على إصدار أسهم في السوق الأولية لتمويل استثماراتها.

**وعليه، لا بد من النظر في ترخيص صانعي السوق للتداول في عدد محدود من الشركات المدرجة الكبيرة وذات الأداء الجيد. وبعد نجاح هذه التجربة، يتم تعميمها على باقي الشركات المدرجة.**

وفي سياق استحداث آلية صانعي السوق، أعلنت "تداول" السعودية "إطلاق إطار عمل صانعي السوق لأسواق الأسهم والمشتقات المالية، وذلك في إطار جهودها لضمان توفر السيولة، وزيادة كفاءة تحديد الأسعار تماشياً مع دعم نمو السوق المالية السعودية، وذلك تحقيقاً لمستهدفات رؤية المملكة 2030". وأضافت أنه "سوف يلتزم صانعي السوق بضمان توفر السيولة لإحدى الأوراق المالية المدرجة عبر تقديم أوامر بيع وشراء بصورة مستمرة خلال جلسة السوق المفتوح".

**2. تشجيع إنشاء الشركات ذات الأهداف الخاصة - Promote the establishment of Special Purpose Vehicles (SPVs)**

تجدر الإشارة إلى أن الطرف الخاص في معظم عقود الشراكة بين القطاعين العام والخاص هو عبارة عن شركة محددة الهدف تم إنشاؤها لغرض التعاقد وتنفيذ المشروع. حيث تقوم شركة تنفيذ المشروع بجمع التمويل من خلال مزيج من الأسهم والقروض (التي تقدمها البنوك أو من خلال طرح السندات).

## ت. توصيات طويلة الأجل (3 سنوات فأكثر):

### 1. إنشاء سوق ثانوية لأذونات وسندات الخزينة - Government Securities Market (GSM):

بحسب الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية، تتضمن السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة العديد من الفوائد:

**أولاً:** تفرض السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة الانضباط المالي على الحكومة. فعندما تعاني الحكومة من عجز كبير ومستمر في الميزانية العامة، يرفع المستثمرون في السوق الثانوية من تكلفة تمويل الحكومة عن طريق خفض سعر الأوراق المالية المصدرة من قبلها، وبالتالي السعي لتحقيق عوائد أعلى.

**ثانياً:** توفر السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة " منحنى عائد قياسي " خالٍ من المخاطر، حيث يمكن للأسواق المالية الأخرى استخدامه كمرجع لتسعير الأصول المالية، وبالتالي نقل السيولة إلى هذه الأسواق.

**ثالثاً:** تسهل السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة آلية نقل السياسة النقدية من خلال منحى العائد الذي يعمل كقناة للتكامل بين مختلف قطاعات السوق المالية. في الواقع، توفر أذونات الخزينة وعوائد السندات بديلاً فعالاً لتنظيم الأموال المحلية وظروف الائتمان بدلاً من تغيير متطلبات السيولة والاحتياطيات المصرفية.

**رابعاً:** تعزز السوق الثانوية الفعالة لأذونات وسندات الخزينة من الاستقرار الاقتصادي من خلال تمكين الحكومة من اتباع سياسة مالية توسعية في أوقات الركود الاقتصادي. كما يمكن أن يكون مثل هذا السوق مصدر تمويل جيد لحزم التحفيز المالي. علاوة على ذلك، فإن هذا السوق (جنباً إلى جنب مع القطاع الخاص) سيسمح بتمويل مشاريع البنية التحتية طويلة الأجل التي تؤدي إلى تحقيق نمو اقتصادي شامل.

وفي ذات السياق، تجدر الإشارة إلى أنه يجب تحقيق عدة شروط من أجل إنشاء السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة:

- يجب أن تكون الحكومة مصدرًا موثوقًا لإصدار الأوراق المالية، مما يستدعي أن يحافظ حجم الدين العام على ثقة المستثمرين في قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها المالية (أي خدمة وسداد القروض). ولكي تتمكن الحكومة من تحقيق درجات موثوقية أعلى كجهة مصدرة للأوراق المالية، فإنه يتوجب عليها أن تتبنى نظاماً ضريبياً عادلاً، وتصاعدياً، ومتنوعاً، وسهل الإدارة، يمكن الحكومة من تحصيل عائدات ضريبة كافية.
- تنعكس ثقة المستثمرين في الحكومة، إيجاباً على استعدادهم لدفع سعر أعلى للأوراق المالية الحكومية. مما يخفف من عائد السند مع ارتفاع سعره، وبالتالي يقلل من تكلفة التمويل العام.
- يجب أن تكون ظروف الاقتصاد الكلي مستقرة نسبياً، فإن كانت معدلات التضخم مرتفعة (في خانة العشرات)، ومعدلات الفائدة مرتفعة أيضاً ومتقلبة، فسيحجم المستثمرون عن

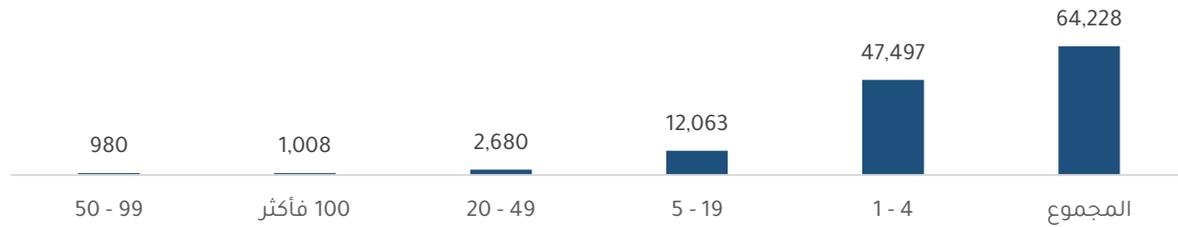
شراء الأوراق المالية طويلة الأجل. وبالتالي، من غير الممكن مشاهدة ومتابعة منحى العائد في الأجل الطويل إلا إذا ما كانت الحكومة على استعداد لربط سنداتهما بمعدل التضخم.

- **على الحكومة الالتزام بدفع أسعار الفائدة السوقية على دينها العام.** لن تتطور السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة في حال استمرت الحكومة ببيع أوراقها المالية للبنوك المحلية ولصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي. لذا، يجب العمل على تحديد منحى العائد من قبل السوق وليس إدارياً.

## 2. إنشاء منصة للشركات الصغيرة والمتوسطة Small & Medium Enterprises Platform:

بناءً على التقرير السنوي الصادر عن مؤسسة الضمان الاجتماعي لعام 2021، فإن إجمالي عدد مؤسسات القطاع الخاص المؤمنة إلزامياً يساوي 64,228، وهذا الرقم أكبر بكثير من عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان والتي يبلغ عددها 172 شركة. واستناداً إلى هذه الأرقام وتفاوتها، تستطيع بورصة عمان أن تعمل على تشجيع الشركات الخاصة ذات الأداء المتميز والتي تمتلك آفاقاً واعدة للنمو، على إدراج أوراقها المالية في السوق المالي.

عدد المنشآت الخاصة المؤمنة إلزامياً حسب حجم العمالة / 2021



وفي هذا السياق، لا بد أن تستحدث بورصة عمان منصة خاصة للشركات الصغيرة والمتوسطة بهدف تشجيع الشركات التي تمتلك مقومات النمو للتقدم وإدراج أوراقها المالية في السوق. حيث تقدم هذه المنصة فئة أصول جديدة وبديلة للمستثمرين المطلعين الذين لديهم أفقاً استثمارياً طويل الأجل. كما ستساعد هذه المنصة الشركات على رفع رأس المال الذي تحتاجه أثناء نموها والذي يسمح لها بالانتقال إلى السوق الرئيسي في البورصة.

## 6. التشريعات ذات العلاقة بسوق رأس المال

قامت هيئة الأوراق المالية، بالتعاون مع البنك الاوروبي لاعادة الاعمار والتنمية، بدراسة التشريعات ذات العلاقة بسوق رأس المال. وقد خلصت الدراسة الى وجود عدد من التشريعات التي تتطلب الموائمة مع قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، من أجل الوصول الى بيئة تشريعية تحكم عمل مؤسسات سوق رأس المال وفق أفضل الممارسات، وبما يصب في مصلحة تطوير آلية العمل في السوق المالي.

وأخيراً، بناءً على جميع ما ذكر أعلاه، ولتحقيق مبادرات قطاع الخدمات المالية التي وردت في رؤية التحديث الاقتصادي، وخاصة مبادرة "تطوير سوق رأس المال (الأسهم والسندات) لتصبح أكثر سيولة وعمقاً"، لا بد من تعزيز استقلالية المؤسسات القائمة على سوق رأس المال الأردني (هيئة الأوراق المالية، ومركز الإيداع، وبورصة عمان). فعلى سبيل المثال، يتساءل المنتدى هل قرار إغلاق بورصة عمان لحوالي 50 يوم خلال فترة الإغلاق الشامل بسبب جائحة كورونا كان حكيماً؟ خاصة، إذا علمنا بأن معظم البورصات العالمية لم تتخذ هكذا قراراً<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> بورصة عمان: إعادة التداول في البورصة اعتباراً من يوم الأحد الموافق 2020/5/10، وذلك بعد تعليق نشاطها في 2020/3/17.

## 7. الخلاصة

لا بد من العمل على تعزيز ثقة المستثمر المحلي والأجنبي في سوق عمان المالي، والتي ستتعزيز من خلال تنفيذ التوصيات التي ذكرت سابقا ونلخصها بما يلي:

1. تشجيع التجزئة العكسية للأسهم (أي تجميع الأسهم) لزيادة أسعارها، وتقليل تكلفة السيولة.
2. استحداث صنّاع السوق، لضمان السيولة في السوق.
3. تشجيع إنشاء الشركات ذات الأهداف الخاصة - Promote the Establishment of Special Purpose Vehicles (SPVs) لتسريع تنفيذ مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص.
4. إنشاء السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة، لضبط المالية العامة، وتحفيز الاقتصاد.
5. إنشاء منصة للشركات الصغيرة والمتوسطة لرفع رأس المال الذي تحتاجه أثناء نموها والذي يسمح لها بالانتقال إلى السوق الرئيسي في البورصة.
6. تعزيز استقلالية المؤسسات القائمة على سوق عمان المالي، ورفع كفاءتها الفنية والتقنية.
7. مواثمة التشريعات التي تحكم عمل مؤسسات السوق المالي، من أجل الوصول إلى بيئة تشريعية وفق أفضل الممارسات تساهم في تطوير آلية العمل في السوق المالي.

وفي سياق جميع ما هو مذكور أعلاه، فإن تنفيذ هذه التوصيات سينعكس بالضرورة على تحسين أداء السوق المالي، مما سيساهم في ارتقاء تصنيفه من بين الأسواق الناشئة إلى الأسواق النامية والأكثر تطوراً.

## 8. مرفق (1) آلية التداول في بورصة عمان

توضح السيناريوهات التالية الضعف الموجود حالياً في آلية التداول في بورصة عمان كونها مدفوعة بأوامر الشراء والبيع (Order-Driven Market)، مما يحد من سيولة الأوراق المالية وبالتالي التداول الفوري:

**السيناريو الأول:** إذا دخل مستثمر إلى السوق وطلب من الوسيط المالي شراء (1000) سهم بقيمة (10) دنانير لكل سهم، إلا أنه لم يجد أمر بيع بالمقابل، فعندها، لن يتمكن من الشراء بسبب غياب السيولة من السوق من حيث "القدرة على إتمام عملية الشراء فوراً" (الجدول أ). ولإتمام عملية الشراء لا بد أن يرفع المستثمر سعر الشراء.

**السيناريو الثاني:** كذلك الحال، إذا رغب المستثمر ببيع أسهمه (1000) بسعر (10) دنانير للسهم الواحد، ولم يكن هناك أمر شراء بالمقابل، فإنه لن يتمكن من إتمام عملية "البيع الفوري" (الجدول ب)؛ بسبب غياب السيولة من السوق من حيث "القدرة على إتمام عملية البيع فوراً". وبالتالي، عليه أن يخفض سعره لإتمام عملية البيع. في كلتا الحالتين لن تتم عملية التداول بشكل فوري؛ لغياب السيولة من السوق.

الجدول أ: آلية التداول المبنية على الأوامر				الجدول ب: آلية التداول المبنية على الأوامر			
أوامر شراء		أوامر بيع		أوامر شراء		أوامر بيع	
السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)	الحصة
10.0	1,000			10.0	1,000		
لن تتم عملية الشراء الفوري لغياب أمر بيع مقابل لها				لن تتم عملية البيع الفوري لغياب أمر شراء مقابل لها			

**السيناريو الثالث:** يمكن أن يأتي المستثمر إلى السوق لبيع (1000) سهم بقيمة (10) دنانير لكل سهم، ويجد أن أمر الشراء المقابل حالياً في السوق هو (9.5) دينار (الجدول ج)، عندها لن يتمكن المستثمر (البائع) من البيع، وكذلك المستثمر (المشتري) من الشراء أيضاً. مما يؤدي إلى عدم إتمام عملية التداول الفوري نتيجة غياب السيولة من السوق في "قدرتها على الشراء والبيع"، ما لم يخفض المشتري أو البائع سعره.

الجدول ج: آلية التداول المبنية على الأوامر			
أوامر شراء		أوامر بيع	
السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)	الحصة
9.5	1,000	10.0	1,000
لن تتم عملية التداول الفوري نتيجة غياب السيولة من السوق			

**السيناريو الرابع:** قد يدخل مستثمر إلى السوق لبيع (1000) سهم بقيمة (10) دنانير لكل سهم، بينما يرغب مستثمر آخر الشراء بسعر (9.5) دينار لكل سهم، في حال جاء مستثمر ثالث إلى السوق للشراء، فيمكنه القيام بذلك على الفور بأفضل سعر بيع / طلب متاح (10 دنانير لكل سهم).

في حال غير المستثمر رأيه، فإن السعر المتاح للبيع الفوري هو (9.5) دينار، أي يمكن للمستثمر بيع الأسهم بسعر 9.5 دينار أردني لكل سهم.

الجدول د: آلية التداول المبنية على الأوامر			
أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر (د.أ.)	الحصة	السعر (د.أ.)
1,000	10.0	1,000	9.5
1,000	9.5	1,000	10.0

يمكن أن تتم عملية التداول مباشرة بسبب وجود مستثمر ثالث على الأقل

تمكّن المستثمر، في هذه الحالة، من الشراء فوراً بسعر 10.0 دينار والبيع مباشرة بعد الشراء بسعر 9.5 دينار. يشكّل الفارق بين هذين السعرين (فرق السعر / تكلفة السيولة):

$$(10.0 - 9.5) / ((10.0 + 9.5)/2) = 5.1\%$$

وعليه، يتسم السوق بالسيولة من حيث قدرته على التداول الفوري، ولكنه يفتقر لها من حيث "تكلفة التداول المرتفعة (تكلفة السيولة)". هذا، ومن الضروري التأكيد على أن تكلفة السيولة ستكون مرتفعة كلما انخفض سعر السهم في السوق الثانوي. على سبيل المثال، يتساءل المرء ما هي تكلفة سيولة سهم شركة ما إذا كان سعر سهمها في السوق الثانوي يساوي 0.17 دينار والحد الأدنى للتغير في السعر المسموح به هو مضاعفات القرش الواحد، فما هي تكلفة السيولة في هذه الحالة؟

**السيناريو الخامس:** قد يدخل مستثمر إلى السوق لبيع 1000 سهم بقيمة 10 دنانير لكل سهم، وإن لم يتم اصدار أمر شراء بالمقابل، قد يضطر المستثمر إلى تخفيض سعر البيع إلى 9.8 دينار، وإلى 9.6 دينار، وحتى 9.4 دينار. وفي حالة صدور أمر شراء مقابل بسعر 9.4 دينار، فإن الصفقة ستعقد عند هذا السعر.

الجدول هـ: آلية التداول المبنية على الأوامر			
أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر (د.أ.)	الحصة	السعر (د.أ.)
1,000	10.0	1,000	9.4
1,000	9.8		
1,000	9.6		
1,000	9.4		

يتم انعقاد الصفقة على سعر 9.4 دينار.

والسؤال: ما هو السبب وراء الانخفاض المفاجئ من السعر 10.0 دينار إلى 9.4 دينار؟ والجواب هو عدم توفر السيولة اللازمة لإجراء عملية التداول بشكل فوري.

**السيناريو السادس:** قد يدخل مستثمر إلى السوق لشراء 1000 سهم بسعر 10.0 دينار للسهم، وفي حال عدم وجود أمر بيع يجعله يرفع سعر الشراء إلى 10.2 دينار، فقد يرتفع سعر الشراء إلى 10.4 دينار وحتى 10.6 دينار، فإن ظهر أمر بيع مقابل في السوق بسعر 10.6 دينار أردني، فسيتم انعقاد الصفقة على سعر 10.6 دينار.

الجدول و: آلية التداول المبنية على الأوامر			
أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)
1,000	JD 10.6	1,000	10.0
		1,000	10.2
		1,000	10.4
		1,000	10.6
يتم انعقاد الصفقة على سعر 10.6 دينار.			

والسؤال: ما السبب وراء الزيادة "المفاجئة" في السعر خلال فترة وجيزة من 10.0 دينار أردني إلى 10.6 دينار؟ والجواب هو عدم توفر السيولة (عدم القدرة على التعامل الفوري). استناداً إلى السيناريوهات المشار إليها أعلاه (الخامس والسادس)، نعرض مشاهدين وسؤال:

### المشاهدين:

1. في حالة المستثمر البائع في السيناريو الخامس، فقد انخفض السعر من 10 دينار إلى 9.4 دينار، أي بمقدار 0.6 دينار.
2. في حالة المستثمر المشتري في السيناريو السادس، فقد ارتفع السعر من 10 دينار إلى 10.6 دينار، أي بمقدار 0.6 دينار.

### السؤال:

هل الانخفاض في سعر السهم في حالة البيع يساوي الارتفاع في السعر في حالة الشراء؟ الجواب ببساطة هو لا.

المستثمر الذي يريد بيع أسهمه، قد يكون مستعداً لخفض السعر بمقدار 0.6 دينار لجذب مستثمر مشتري لكونه بحاجة إلى النقد. كما أن المستثمر الذي يريد شراء الأسهم، قد لا يكون مستعداً لزيادة السعر بمقدار 0.6 دينار لجذب مستثمر يريد البيع.

بناءً على السيناريوهات المذكورة أعلاه، فإنه يسهل فهم سبب ضعف أداء بورصة عمان من حيث مقاييس الكفاءة والعمق التي يستخدمها صندوق النقد الدولي. ولأن آلية التداول التي يعمل بها السوق تعتمد على أوامر البيع والشراء، فإن معدل الدوران دائماً سيكون متدنٍ. إضافةً إلى ذلك، ونظراً لأن الانخفاضات والارتفاعات في الأسعار لن تكون متماثلة، فإن هذه المشكلة تميل إلى تثبيط زيادات الأسعار بمرور الوقت.

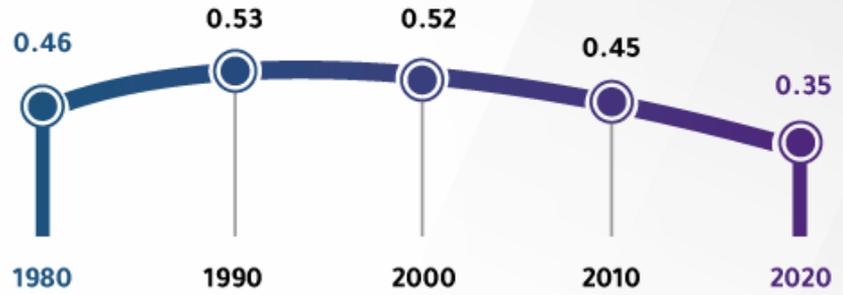
وعليه، يمكن استنتاج أن السوق ضعيف من حيث نسبة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي (العمق). ونظراً لآلية التداول الحالية في بورصة عمان، يمكن استنتاج أن **السوق المالي يعاني من ضعف السيولة من حيث عدم القدرة على التداول الفوري.**

## مؤشر "التطور المالي"

الصادر عن صندوق النقد الدولي (IMF)

يقيس مؤشر التطور المالي أداء الدول بناءً على مدى تطور المؤسسات المالية (البنوك والتأمين) وأسواق رأس المال (سوق الأوراق المالية)

### درجة الأردن على مؤشر التطور المالي

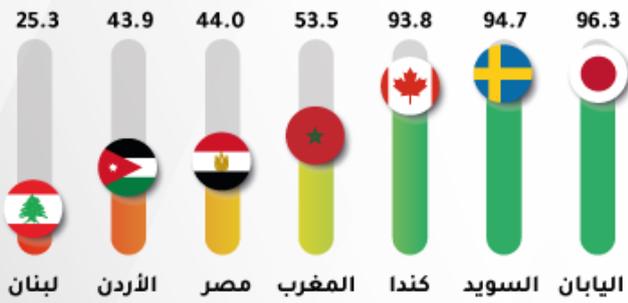


## مؤشر "تطور الأسواق المالية"

الصادر عن البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD)

يتكون المؤشر، الذي يشمل مقارنات لاقتصادات 50 دولة، من محورين رئيسيين هما:

### الدرجة



1. الشروط اللازمة لتنمية السوق المستدامة: يغطي هذا المحور ظروف الاقتصاد الكلي، والأطر القانونية والتنظيمية، والبنية التحتية للسوق وعمق قاعدة المستثمرين المحليين (والتي تقاس إلى حد ما بنظام التقاعد وسياسات هيكلية أخرى).

### الدرجة



2. المؤشرات الخاصة بفئة الأصول التي تعكس مدى تطور سوق رأس المال: يجسد هذا المحور نتائج السوق من حيث العمق، والسيولة، وتنوع الأسواق عبر عدة فئات من الأصول: كالدخل الثابت، والأسهم، والأسواق المالية، والمشتقات المالية (Derivatives).

تشجيع التجزئة العكسية للأسهم (أي تجميع  
الأسهم) لزيادة أسعارها، وتقليل تكلفة السيولة.

المدى  
القصير

المدى  
المتوسط

تعزيز استقلالية المؤسسات  
القائمة على سوق عمان  
المالي، من أجل رفع كفاءتها  
الفنية والتقنية.



استحداث صنّاع السوق، لضمان  
السيولة في السوق.



تشجيع إنشاء الشركات ذات الأهداف  
الخاصة - Special Purpose Vehicles (SPVs)  
لتسريع تنفيذ مشاريع  
الشراكة بين القطاعين العام والخاص.



إنشاء السوق الثانوية لأذونات  
وسندات الخزينة، لضبط المالية  
العامة، وتحفيز الاقتصاد.



المدى  
الطويل

إنشاء منصة للشركات الصغيرة  
والمتوسطة لرفع رأس المال الذي تحتاجه  
أثناء نموها والذي يسمح لها بالانتقال  
إلى السوق الرئيسي في البورصة.



سوق رأس المال الأردني: أكثر سيولة وعمقاً



منتدى الاستراتيجيات الأردني  
JORDAN STRATEGY FORUM

[www.jsf.org](http://www.jsf.org)

[www.jsf.org](http://www.jsf.org)  /JordanStrategyForumJSF  @JSFJordan