



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

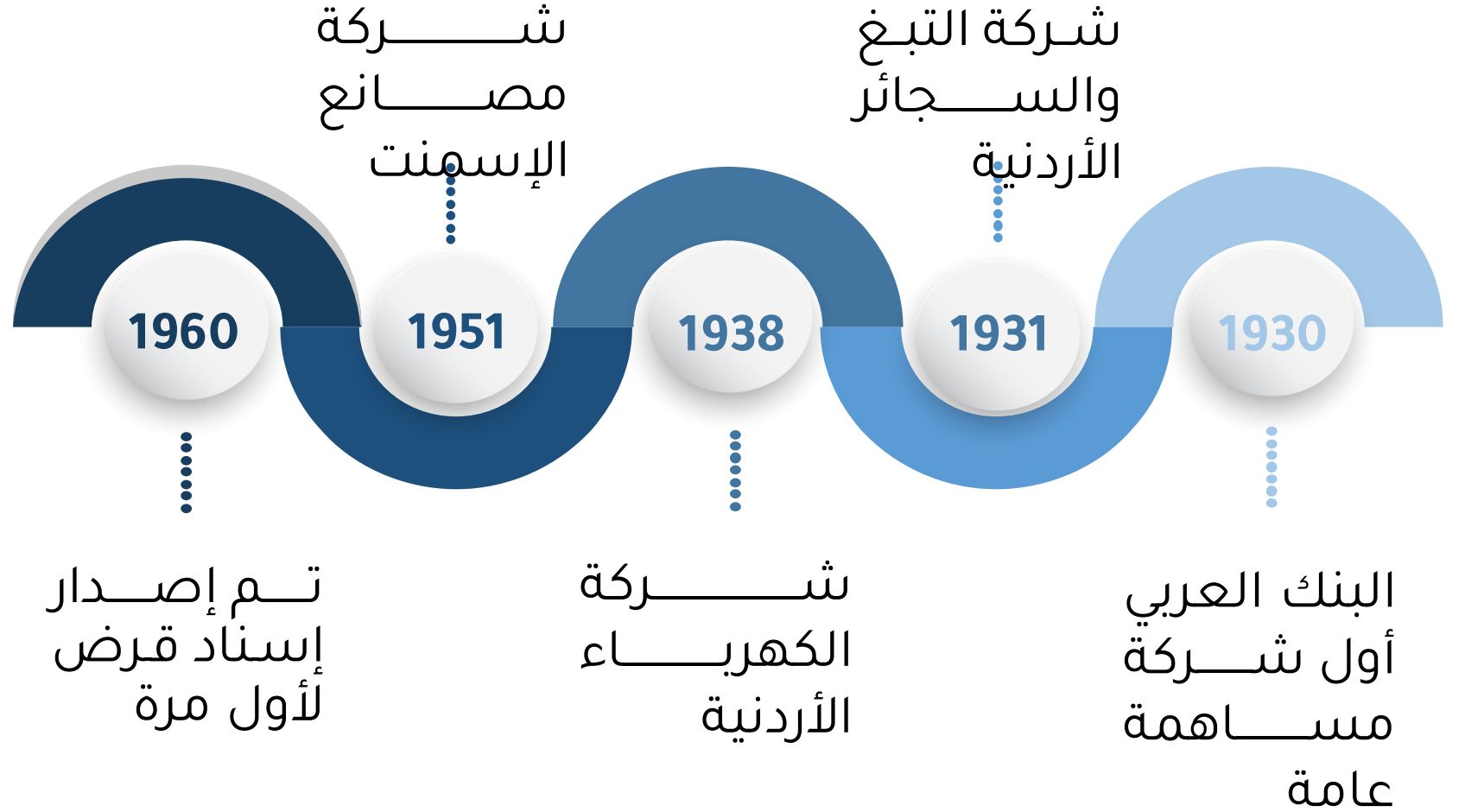
جلسة حوارية حول التطور المالي في الأردن (سوق رأس المال) والطريق إلى الأمام



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

جلسة حوارية حول التطور المالي في الأردن (سوق رأس المال) والطريق إلى الأمام

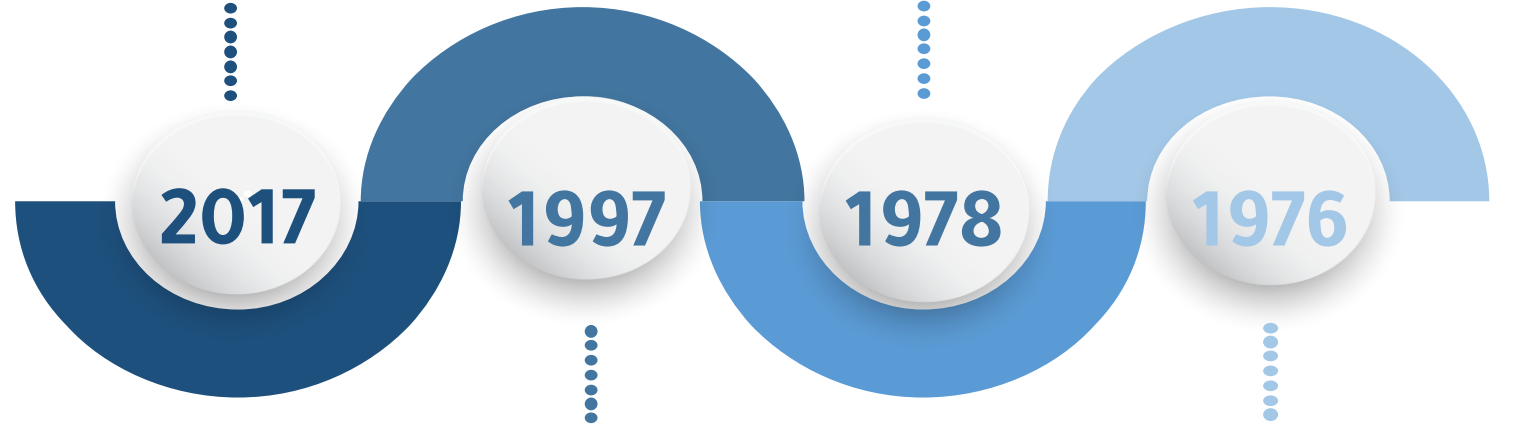
خلال هذه الفترة، كان هناك فعليا تداول في الأسهم المكتتب بها، ولو بصورة غير منظمة. وكان هناك عمليات إصدار إسناد قرض لأول مرة.



تم بموجبه تأسيس "سوق عمان المالي"، وأوكل إليه القيام بدورين أساسيين: الهيئة المنظمة لسوق رأس المال، والبورصة التقليدية للأوراق المالية.

تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة

خلال هذه الفترة، بدأت مرحلة التنظيم الفعلي لسوق عمان المالي، والتداول من خلال السوق.



تم إصدار القانون المؤقت رقم (31)

إصدار قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) والذي تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة: هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية.

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

يقيس 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**

التطور المالي

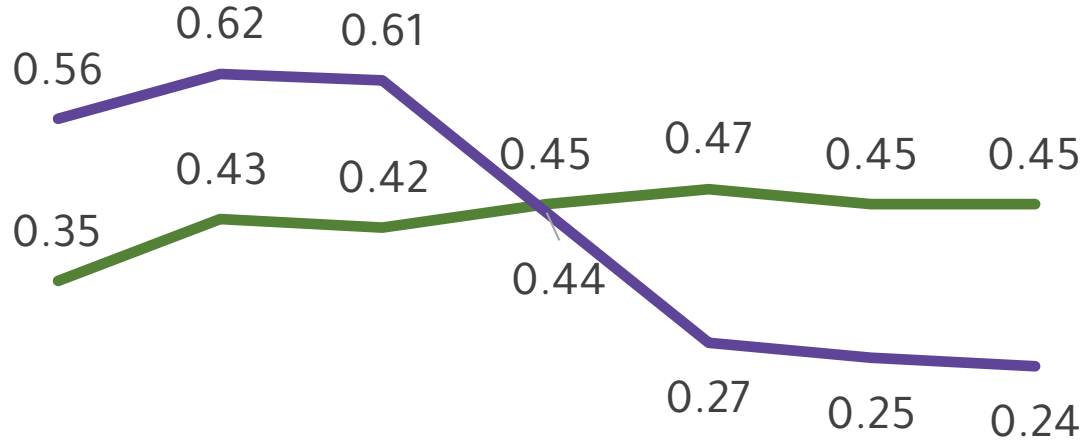


إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحجم التداول في الأسهم في السوق الثانوية إلى الناتج المحلي الإجمالي، والقيمة السوقية للأسهم المكتتب بها باستثناء أكبر 10 شركات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل دوران الأسهم (حجم التداول في السوق الثانوي إلى إجمالي القيمة السوقية) وغيرها.

نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة أقساط التأمين المدفوعة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وصافي هامش الفائدة في القطاع المصرفي، ونسبة دخل البنوك من غير الفوائد إلى إجمالي الدخل، وغيرها.

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

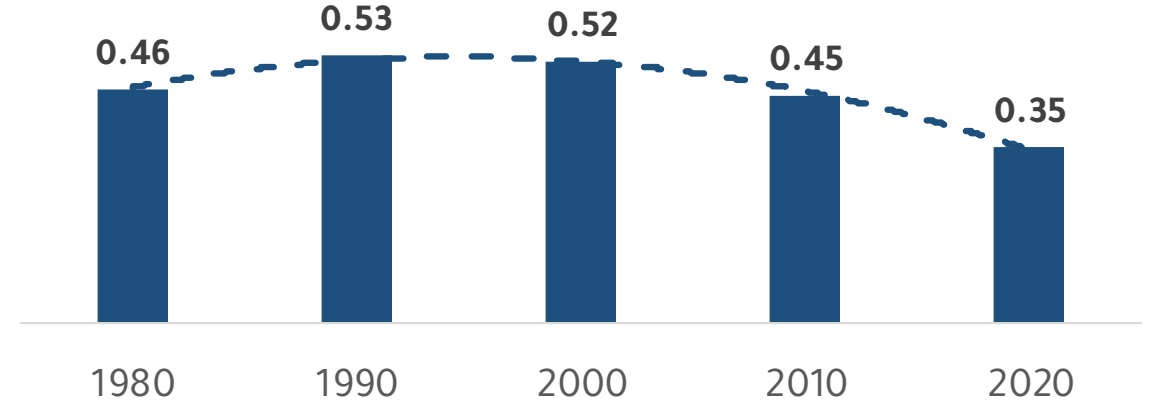
مؤشر المؤسسات المالية والأسواق المالية



1980 1990 2000 2010 2018 2019 2020

— المؤسسات المالية — الأسواق المالية

مؤشر التطور المالي (الأردن)



1980 1990 2000 2010 2020

مزايا وفوائد إدراج الشركات في البورصة

تتمتع الشركات بالعديد من المزايا عند إدراجها في البورصة. كما توفر الشركات المدرجة للمستثمرين عدة فوائد:

1. نستطيع 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. تقدم أسواق البورصة للمساهمين/ المستثمرين مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، مثل الأسهم، والسندات، والمشتقات المالية (Derivatives) والخيارات (Options) للاستثمار فيها، مما يساعدهم في **تنويع محافظهم الاستثمارية**.

سوق ثانوي يتم فيه تداول الأوراق المالية (بيع وشراء)

توفر البورصة منصة تداول نشطة للمستثمرين من خلال السوق الثانوي، مما يسمح لهم بعمليات شراء أو بيع **سريعة** مع **اختلاف بسيط** في الأسعار بين سعر الشراء وسعر البيع (**مفهوم السيولة**). **وكلما كان الفرق بين سعري البيع والشراء قليل كلما كانت سيولة السوق مرتفعة وتكلفة التداول منخفضة**. ويعتبر مفهوم السيولة هاماً لسببين رئيسيين:

1. تأثير المستوى (Level Effect): نظراً لأن المشاريع الاستثمارية الرأسمالية المريحة تتطلب التزامات مالية طويلة الأجل، فإن وجود سوق ثانوية تتمتع بالسيولة تشجع المدخرين على الاستثمار في إصدارات الأوراق المالية في السوق الأولي لأنهم يعلموا أنه بإمكانهم بيعها في السوق الثانوية بسرعة وبتكلفة زهيدة متى اختاروا ذلك.

سوق موازي (الثالث) فترة تحضيرية لإدراج الشركات في السوق الأولي

سوق أولي يتم فيه إدراج الشركة لأول مرة أو متى أرادت زيادة رأسمالها

2. تأثير الكفاءة (Efficiency Effect): 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.

آلية التداول الحالية في بورصة عمان

إن آلية التداول في بورصة عمان **مدفوعة بالأوامر (Order-Driven Market)**، حيث يتم بموجب هذا النظام اتباع قواعد محددة تعطي الأولوية للسعر والوقت.

وعليه، **تعاني آلية التداول** في بورصة عمان من ضعف رئيسي: حيث لا تضمن آلية التداول للمستثمرين عمليات شراء أو بيع سريعة وبهامش بسيط في الأسعار (بين سعر الشراء وسعر البيع)، وبالتالي فإن تصبح تكلفة السيولة على المستثمر مرتفعة.

في حين أن الأسواق المالية في معظم دول العالم، والتي تمتاز بسيولة مرتفعة وكلفة تداول منخفضة، تعتمد آلية التداول فيها على عروض الأسعار النشطة (Quote Driven Market) من قبل ما يسمى بصانعي السوق (Market Makers).

ولفهم أساس هذا الضعف بشكل أفضل تم وضع بعض السيناريوهات.

سيناريوهات حول آلية التداول في بورصة عمان

ب: آلية التداول المبنية على الأوامر

أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر(د.أ)	الحصة	السعر(د.أ)
1,000	10.0		

لن تتم عملية البيع الفوري لغياب أمر شراء مقابل لها من قبل مستثمر آخر

وكون الوسيط قادر على البيع أو الشراء من المستثمر مباشرة، فهناك مجال كبير لتضارب المصالح.

بينما نجد في الممارسات العالمية، أن عملية الشراء والبيع تتم عادة من خلال صانعي السوق.

أ: آلية التداول المبنية على الأوامر

أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر(د.أ)	الحصة	السعر(د.أ)
		1,000	10.0

لن تتم عملية الشراء الفوري لغياب أمر بيع مقابل لها من قبل مستثمر آخر

ج: آلية التداول المبنية على الأوامر

أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر(د.أ)	الحصة	السعر(د.أ)
1000	10.0	1,000	9.5

لن تتم عملية التداول الفوري لعدم التوافق على الأسعار بين المستثمرين

سيناريوهات حول آلية التداول في بورصة عمان

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			

في حال جاء مستثمر ثالث إلى السوق للشراء، فيمكنه القيام بذلك على الفور بأفضل سعر متاح (10 دنانير للسهم). كما يمكنه، في حال غير رأيه، البيع الفوري بالسعر المتاح (9.5 دينار).

ويشكّل الفارق بين هذين السعيرين تكلفة السيولة والتي تساوي (5.1%) في هذه الحالة:

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

علما بأن معدل تكلفة السيولة في بورصة عمان تساوي حوالي 3.5%، في حين أن معدل تكلفة السيولة في الأسواق المالية التي يوجد بها صانعي السوق تساوي 0.12%

سيناريوهات حول آلية التداول في بورصة عمان

بالمقابل، لن يرضى المستثمر الذي يرغب بشراء السهم برفع السعر، إلا بهامش سعري بسيط، في أحسن الأحوال، (أي ساهم المشتري في محدودية ارتفاع سعر الأسهم).

وقد يضطر المستثمر، في حال غياب أموال الشراء بالمقابل، إلى تخفيض سعر البيع بنسبة مئوية مرتفعة من أجل إتمام عملية البيع (أي ساهم في انهيار سعر الأسهم).

و: آلية التداول المبنية على الأوامر

أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)
		1,000	10.0
		1,000	10.1
		1,000	10.2
1,000	JD 10.3	1,000	10.3

يتم انعقاد الصفقة على سعر 10.3 دينار.

ه: آلية التداول المبنية على الأوامر

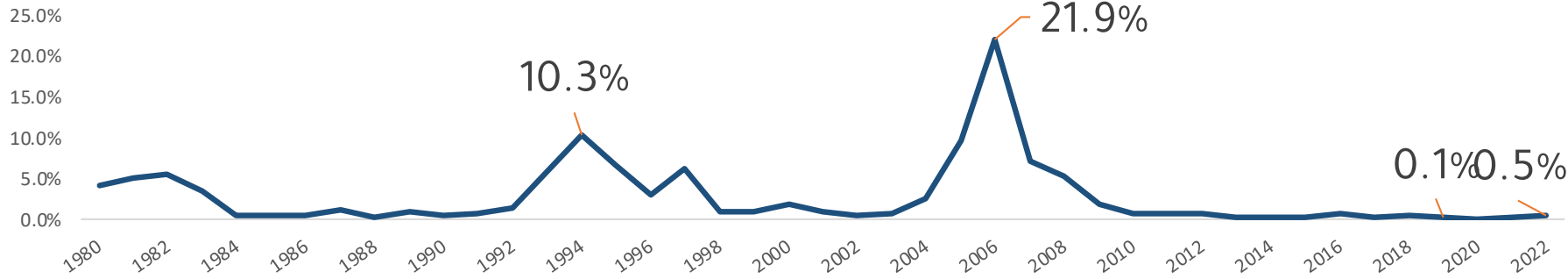
أوامر بيع		أوامر شراء	
الحصة	السعر (د.أ)	الحصة	السعر (د.أ)
1,000	10.0		
1,000	9.8		
1,000	9.6		
1,000	9.4	1000	9.4

يتم انعقاد الصفقة على سعر 9.4 دينار.

يؤثر عدم التكافؤ بين الانخفاض الكبير في سعر السهم في حالة البيع، والارتفاع البسيط في السعر في حالة الشراء، على أسعار الأسهم (العائد) على المدى البعيد، بحيث لن تشهد ارتفاعاً صحياً في أسعارها. كما هو الحال في بورصة عمان خلال السنوات الماضية.

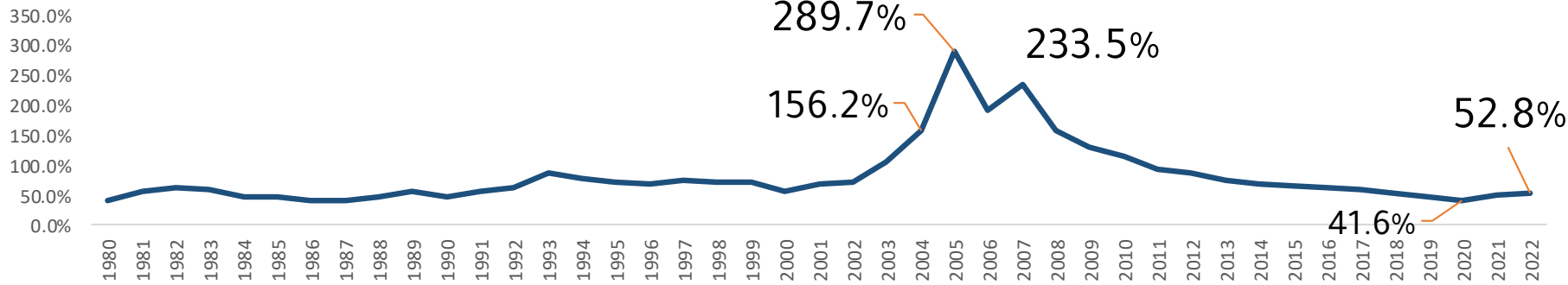
أداء السوق المالي في الأردن عبر الزمن

إصدارات السوق الأولية من الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي



لا زالت الإصدارات الأولية دون الطموح مقارنة بمستواها في الأعوام 2005-2007.

القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي



لا بد من البناء على التحسن النسبي في 3 سنوات الأخيرة في القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها إلى الناتج المحلي الإجمالي. **علما بأن النسبة ما زالت متواضعة،** وإذا ما قورنت بالفترة 2005-2007.

المصدر: قاعدة بيانات بورصة عمان

بناءً على السيناريوهات الموضحة، يمكن الاستنتاج أن **بورصة عمان تعاني من ضعف في السيولة** (عدم القدرة على التداول الفوري وتكلفة سيولة مرتفعة). **ويترتب على ضعف السيولة عدة آثار سلبية لا يمكن تجاهلها، نذكر منها:**

أولاً، تظهر الأدلة البحثية الدولية بوضوح، **الارتفاع النسبي في مخاطرة الاستثمار في الأسواق التي تعاني من ضعف في السيولة.**

ثانياً، تظهر الأدلة البحثية الدولية بوضوح، **التدني النسبي لعوائد الأسهم على المدى الطويل في الأسواق التي تعاني من ضعف في السيولة.**

ثالثاً، إن تدني عوائد أسهم الشركات المدرجة لا يشجعها على إصدار أسهم جديدة في السوق الأولية لتمويل استثماراتها.

ولتحقيق مبادرات قطاع الخدمات المالية التي وردت في رؤية التحديث الاقتصادي، وخاصة مبادرة "تطوير سوق رأس المال (الأسهم والسندات) لتصبح أكثر سيولة وعمقاً"، يورد منتدى الاستراتيجيات الأردني أدناه مجموعة توصيات التي تُعنى بتطوير بورصة عمان.

1. التجزئة العكسية للأسهم - 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، ينصح بتشجيع الشركات على "تجزئة أسهمها بشكل عكسي"؛ أي الجمع بينها بدل التقسيم. حيث سيؤدي ذلك إلى زيادة أسعار الأسهم، وبالتالي تقليل تكلفة السيولة.

علما بأن هذا الإجراء خيار بحث تتخذه الشركات، ولا يؤثر فعليا على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها. بل سيؤدي إلى تقليص عدد الأسهم ورفع سعر السهم.

هذا وتشير البحوث الدولية إلى أن هذا الإجراء يؤدي إلى انخفاض تكلفة السيولة.

توصيات متوسطة الأجل (سنة - سنتين):

2. استحداث صانعي السوق - Introduce Market Makers:

ترخيص ما يسمى بـ "صانع السوق" إضافة إلى الوسطاء، إذ يقدم صانع السوق (وهي شركات قد تكون تابعة للبنوك، أو لشركات الوساطة، أو لأي مؤسسة أخرى في القطاع الخاص) خدمات التداول (السيولة). **ويلتزم صانع السوق، بموجب القانون، بإنشاء سوق "للأوراق المالية التي يتم ترخيصهم بها.**

يحتفظ صانع السوق بمخزون من الأوراق المالية، وعليه الإفصاح عن سعرين باستمرار: سعر شراءه (**سعر العرض Bid Price**)، وسعر البيع (**سعر الطلب Ask Price**). ويسمى الفرق بين سعر الشراء والبيع "الهامش". ويمثل ربحية صانع السوق. وتشبه آلية العمل هذه آلية عمل الصرافين.

ومن الناحية العملية، عندما يتلقى صانع السوق أمر شراء أو بيع، فإنه يبيع أو يشتري على الفور الورقة المالية من مخزونه بالسعر المعروف (الطلب) ويضيفها إلى المخزون. **وبطبيعة الحال، عندما يتلقى صانع السوق أوامر شراء أو بيع متتالية، فله الحرية بزيادة أو تخفيض سعري (البيع والشراء) لتشجيع أوامر البيع أو الشراء.**

يمكن البدء بترخيص "صانعي السوق" للتداول في عدد محدود من الشركات المدرجة الكبيرة وذات الأداء الجيد. وعند نجاح التجربة، يتم تعميمها على باقي الشركات المدرجة. وتشير البحوث الدولية إلى أن مثل هذا الإجراء يؤدي إلى زيادة السيولة وانخفاض تكلفتها.

سوق رأس المال في السعودية ودبي

سوق رأس المال السعودي:

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

سوق دبي المالي:

"أعلن سوق دبي المالي عن إتاحة خدمة صناعة السوق على كافة الأسهم المدرجة والمشتقات وصناديق الاستثمار المتداولة. وأضاف أنه بإمكان صانع السوق المرخص لديه، التقدم بطلب لاختيار قائمة الأوراق المالية التي يرغب بتقديم خدمة صناعة السوق عليها".

3. 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 المشروع بجمع التمويل من خلال مزيج من الأسهم والقروض (التي تقدمها البنوك أو من خلال طرح السندات).

توصيات طويلة الأجل (3 سنوات فأكثر):

4. إنشاء سوق ثانوية لأذونات وسندات الخزينة - Government Securities Market (GSM)

تتضمن السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة العديد من المزايا / الفوائد:

أولاً: تفرض السوق الثانوية لأذونات وسندات الخزينة الانضباط المالي (Financial Discipline) على الحكومة. فعندما تعاني الحكومة من عجز مستمر في الموازنة العامة، يرفع المستثمرون في السوق الثانوية من تكلفة تمويل الحكومة عن طريق خفض سعر الأوراق المالية المصدرة من قبلها.

ثانياً: توفر السوق الثانوية لأذونات الخزينة "منحنى العائد" (Yield Curve)، والذي يوضح العلاقة بين سعر الفائدة وآجال استحقاقها، هذا ويستخدم العائد كمرجع لتسعير الأصول المالية.

ثالثاً: تمكن السوق الثانوية الحكومة من اتباع سياسة مالية توسعية في أوقات الركود الاقتصادي. علاوة على ذلك، فإن السوق الثانوي الفعال يسمح بتمويل مشاريع البنية التحتية طويلة الأجل التي تؤدي إلى تحقيق نمو اقتصادي شامل.

وبطبيعة الحال، هناك العديد من الأمور التي يجب أن تتوفر لنجاح هذه التوصية ومن أهمها: أن لا يكون العجز في الموازنات العامة هو السائد، وأن تكون الحكومة ملتزمة بدفع أسعار الفائدة السوقية على دينها العام، وأن تكون ظروف الاقتصاد الكلي مستقرة نسبياً.

5. إنشاء منصة للشركات الصغيرة والمتوسطة Small and Medium Enterprises Platform

إن إجمالي عدد مؤسسات القطاع الخاص المؤمنة إجبارياً 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 على إدراج أوراقها المالية في السوق المالي.

وفي هذا السياق، لا بد من النظر في استحداث **منصة خاصة لجذب شركات جديدة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** والتي تمتلك مقومات نمو صحية، بهدف تشجيعها على إدراج أوراقها المالية في السوق. حيث تساعد هذه المنصة الشركات على زيادة رأسمال الذي تحتاجه أثناء نموها، مما سيمكنها من الانتقال إلى السوق الأولي في البورصة.

معظم الأسواق المالية في العالم تمتلك مثل هذه المنصة، والتي تساهم في تطور ونمو حجم الشركات (من حيث المبيعات والأصول) والذي ينعكس على إيجاباً على التوظيف

التشريعات ذات العلاقة بسوق رأس المال

6. إضافة الى التوصيات المذكورة أعلاه، لا بد من التنويه إلى **تعدد المرجعيات التشريعية** المعمول بها حالياً ضمن عدد من المؤسسات الحكومية المرتبطة بشكل مباشر في سوق رأس المال الأردني والخدمات المقدمة فيه.

وقد، **قامت هيئة الاوراق المالية**، بالتعاون مع البنك الاوروبي لإعادة الاعمار والتنمية، بدراسة التشريعات ذات العلاقة بسوق رأس المال. وقد خلصت الدراسة الى أن التشريعات الرئيسية التي تتطلب الموائمة مع قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه هي كل من **قانون الشركات الأردني، وتعليمات حوكمة الشركات، وقانون ضريبة الدخل، وقانون البنك المركزي الأردني، وقانون الدين العام.**

وقد اقترحت الدراسة نقل مهام الرقابة والاشراف على الشركات المتداولة أوراقها المالية في السوق المالي من دائرة مراقبة الشركات الى هيئة الأوراق المالية. وفي هذا الإطار، لا بد من العمل على موائمة التشريعات لتوحيد المرجعيات، وبما يصب في تطوير آلية العمل في السوق المالي.

7. وأخيراً، لا بد من **تعزيز استقلالية المؤسسات القائمة على سوق رأس المال الأردني (هيئة الأوراق المالية، ومركز الإيداع، وبورصة عمان).**

لا بد من العمل على التوصيات التي ذكرت سابقا والتي نلخصها بما يلي:

1. **تشجيع التجزئة العكسية للأسهم** (تجميع الأسهم) لزيادة أسعارها، وتقليل تكلفة السيولة.
2. استحداث **صُنَاع السوق**، لضمان السيولة في السوق الثانوية وتخفيض تكلفة التداول.
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 وتمكينها من الانتقال إلى السوق الأولي في البورصة.
6. العمل على **توحيد المرجعية التشريعية** التي تحكم عمل مؤسسات سوق رأس المال.
7. **تعزيز استقلالية المؤسسات القائمة على سوق رأس المال الأردني** (هيئة الأوراق المالية، ومركز الإيداع، وبورصة عمان)



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

جلسة حوارية حول التطور المالي في الأردن (سوق رأس المال) والطريق إلى الأمام