

دور الجهاز المصرفي في تطوير السوق الأولية في الأردن للمدة 1989 - 2012

م.د. يوسف عبدالله عبد*

المستخلص

يهدف مصدري التمويل المصرفي والسوقي الى أشباع الاحتياجات التمويلية للشركات الاستثمارية القائمة والجديدة . وتمثل القروض المصرفية واستثمارات المحفظة الاستثمارية التي تديرها المصارف آليات التمويل المصرفي فيما يمثل الاكتتاب بالاسهم والسندات مصدر التمويل في السوق الأولية. إن اعتماد أي من هذين المصدرين لا يعني انه بديل عن الآخر بل من المفترض ان يكمل احدهما الآخر.

يهدف البحث الى بيان دور الجهاز المصرفي الاردني في تنشيط السوق الأولية وتطويرها وقياس مدى مساهمته بتمويل الاقتصاد وتطوير السوق الأولية في الاردن من خلال تمويل احتياجات الشركات الاستثمارية القائمة والجديدة.

هناك علاقة دالية بين كل من التمويل المصرفي والتمويل السوقي يعتمد اتجاهها على طبيعة هيكل الجهاز المصرفي وفاعلية آلياته ومدى تأثيرها في نشاط السوق الأولية تؤدي الى التأثير في حجم الاوراق المالية (الاسهم والسندات) التي تصدرها الشركات المساهمة القائمة والجديدة.

عكست نتائج البحث الدور الرئيس للقروض المصرفية في تطوير السوق الأولية عبر تطوير اصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة مع دور محدود في تطوير اصدارات السندات فيما تركز دور المحافظ الاستثمارية في تطوير اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة.

The role of the banking system in the initial development of the market
in Jordan for the period (1989 – 2012)

Abstract

The two sources bank financing and logistical aim at satisfying the financing needs of companies existing and new investment. The bank loans and investment portfolio managed by the banks financing mechanisms in the banking represents underwriting stocks and bonds source of funding in the primary market. The adoption of any of these sources does not mean that an alternative to the other, but are supposed to complement each other.

The research aims to indicate the role of the banking system in Jordan activate the primary market, develop and measure the extent of its contribution to the financing of the economy and the initial development of the market in Jordan through the financing needs of companies existing and new investment.

Dalia there is a relationship between each of bank financing and financing market direction depends on the nature of the structure of the banking system and the effectiveness of the mechanisms and the extent of their impact in the primary market activity leading to influence the size of the securities (stocks and bonds) issued by companies contributing to existing and new.

* الجامعة المستنصرية / كلية الادارة والاقتصاد .
مقبول للنشر بتاريخ 2014/6/26

Search results reflected the role of the president of the bank loans in the initial development of the market through the issuance of shares to the development of existing companies with a limited role in the development of bond issues as the role of investment portfolios focused on the development of share issues with the new companies.

المقدمة

تعتمد الشركات الاستثمارية في تمويل انشطتها ، فضلا عن المصادر الذاتية، مصدرين خارجيين الاول هو التمويل المصرفي المتمثل برؤوس الاموال التي توفرها المصارف للشركات على شكل قروض او الاستثمار بالمحفظة الاستثمارية ، والثاني هو التمويل السوقي الذي يختص باصدارات الاسهم والسندات في السوق الاولى.

وقد تزايدت اهمية اسواق الاوراق المالية وتطويرها لدى الجهاز المصرفي باعتبارها احدى مجالات الاستثمار المهمة لتوظيف جزء من رؤوس الاموال المتاحة لتحقيق عوائد معينة ضمن مستوى مقبول من المخاطرة فضلا عن كونها مصدراً رئيساً للسيولة.

ومن جانب آخر يؤدي هيكل التمويل لدى الشركات الاستثمارية دوراً مهماً في توجيه الشركات الاستثمارية نحو التمويل المصرفي او التمويل السوقي لاسيما عند وصول نسبة الدين على الشركات الى مستويات حرجية لا يمكن عندها زيادة الاقتراض المصرفي او اصدار سندات إضافية بسبب ارتفاع درجة المخاطرة التي ترافق تلك المستويات من الديون، عندها تتجه الشركات نحو السوق الاولى لاصدار الاسهم وتمويل انشطتها.

وعليه فان هدف هذا البحث هو للتعرف على طبيعة الدور التمويلي والاقتصادي الذي يؤديه الجهاز المصرفي الاردني بادواته (القروض المصرفية والاستثمار المباشر بالمحفظة الاستثمارية) في تطوير التمويل السوقي ممثلاً بحركة الاصدارات في السوق الاولى في الاردن، مع مراعاة الربط بين الاطار النظري والحالة العملية المقابلة لها بهدف الوقوف على مدى تطبيق التجربة الاردنية لهذه الادبيات.

مشكلة البحث:

نظراً للدور المتنامي للجهاز المصرفي في تمويل الشركات الاستثمارية وتزايد اهمية هذا الدور في تطوير السوق الاولى في الاردن عبر آلياته بهدف تكامل السوقين لسد الاحتياجات المالية للشركات الاستثمارية. لذا فقد حاول البحث الاجابة عن التساؤلات الآتية:

- ماهو نوع العلاقة بين الاصدارات الجديدة لاسهم الشركات القائمة وبين كل من الائتمان المصرفي ومحافظ الاسهم لدى المصارف.
- ماهو نوع العلاقة بين اصدارات اسهم الشركات الجديدة في السوق الاولى وبين كل من الائتمان المصرفي والاستثمار المباشر لمحافظ الاسهم لدى المصارف.
- ما هو نوع العلاقة بين اصدارات السندات الجديدة لدى الشركات في السوق الاولى والائتمان المصرفي ورصيد محفظة السندات لدى المصارف.
- العلاقة الطردية بين الخدمات الاستثمارية (الاستشارية) والاصدارات الجديدة.

فرضية البحث:

هناك علاقة دالية بين كل من التمويل المصرفي والتمويل السوقي يعتمد اتجاهها على طبيعة هيكل الجهاز المصرفي وفاعلية آلياته ومدى تأثيرها في نشاط السوق الاولى تؤدي الى التأثير في حجم الاوراق المالية (الاسهم والسندات) التي تصدرها الشركات المساهمة القائمة والجديدة.

منهج البحث:

تسعى هذه الدراسة للتعرف على الدور الذي يمكن ان يؤديه الجهاز المصرفي في تطوير السوق الاولى في الاردن للمدة (1989 - 2012) من خلال:

- 1- التعريف بالسوق الاولى وبيان دورها في تمويل الشركات الاستثمارية.
- 2- الوقوف على نشاط الجهاز المصرفي وآلياته في تمويل الشركات القائمة والجديدة.
- 3- التحقق من وجود العلاقة بين التمويل المصرفي للشركات ونشاط السوق الاولى ومدى امكانية تلك الآليات من تطوير عمل السوق الاولى في الاردن.
- 4- تحليل العلاقة التي تربط بين مصدري التمويل المصرفي والسوقي باستخدام التحليل الكمي

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في محاولة تقديم تحليل اقتصادي كمي لطبيعة العلاقة بين الجهازين عبر الآليات التي تربط بينهما ومدى فاعلية هذه العلاقة في تحقيق التكامل في تمويل الشركات الاستثمارية. منهجية البحث: اعتمد البحث المنهج التحليلي القياسي في تحليل طبيعة العلاقة بين التمويلين المصرفي والسوقي للتأكد من مدى صحة الفرضية المعتمدة في هذا البحث.

المحور الأول:

العلاقة بين الجهاز المصرفي والسوق الأولية (إطار نظري)

يهتم هذا المحور بالاطار النظري للعلاقة بين الجهاز المصرفي والسوق الأولية مستنداً لبعض التجارب العالمية ثم بيان الآليات التي تستعملها المصارف لتزويد من مساهمتها في تطوير السوق الأولية. فهناك علاقة نظرية تربط مؤسسات الجهاز المصرفي بالسوق الأولية يتحدد على أساسها أفضل السبل التي يمكن ان تنتهجها المصارف لتطوير هذه السوق، سواء من حيث طبيعة العلاقة الساندة بين المصارف والشركات، أو من خلال دور الخدمات المصرفية في تطوير السوق الأولية.

أولاً- العلاقة بين الجهاز المصرفي والشركات الاستثمارية

تستند تلك العلاقة الى المرحلة التاريخية التي بدأت فيها مرحلة التطور الصناعي وانتشار المشاريع الصناعية والتجارية الكبيرة في بعض الدول واشكال مصادر التمويل فيها والتي نجم عنها ظهور نماذج وتطبيقات عملية في دول معينة بعضها يعتمد تمويل الجهاز المصرفي والآخر السوق الأولية*.

فهناك النموذج الانكلو - امريكي الذي نشأ في انكلترا أولاً، حيث بدأ التصنيع مبكراً، ثم الولايات المتحدة وكندا واستراليا. إذ مر النظام المالي في تلك الدول لاسيما في بريطانيا بثلاث مراحل، كانت الاولى المرحلة المصرفية التي بدأت مع انطلاق الثورة الصناعية في اوربا حيث وفرة التراكم الرأسمالي من جهة وظهور الاختراعات من جهة اخرى، فاصبح التمويل عن طريق المصارف هو المحفز للنشاط الاقتصادي وتمثل بتوافر رؤوس الاموال اللازمة لاقامة المشاريع الجديدة وتوسيع المشاريع القائمة. ولذلك اتسمت هذه المرحلة بسيطرة الجهاز المصرفي على تمويل متطلبات رأس المال العامل فيما اعتمد التمويل طويل الاجل الارباح المحتجزة للشركات. ومع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، جاءت المرحلة الثانية، وفيها بدأ تراجع الدور التمويلي للجهاز المصرفي في مقابل تنامي دور السوق الأولية، فقد اقتصر دور المصارف على منح القروض قصيرة الاجل فيما اتجهت الشركات الاستثمارية للحصول على التمويل اللازم عن طريق الاسهم والسندات وتراكم ارباحها في ظل الرواج الاقتصادي الذي شهدته الدول خلال تلك المدة. وبذلك برز دور السوق الأولية في توفير خدمات التمويل متوسط وطويل الاجل نظراً لعدم كفاية مصادر التمويل المصرفية. واخيراً جاءت المرحلة الثالثة حيث اعتمد السوق الأولية وبشكل واسع مصدراً رئيساً لتمويل الشركات الاستثمارية وحتى استفادة الجهاز المصرفي من فرص التمويل التي توفرها هذه السوق¹.

اما نموذج التمويل الالمانى والذي طبق في كل من فرنسا وهولندا وسويسرا ولوكسمبرغ فقد استند الى الجهاز المصرفي. إذ ادى تأخر النمو الصناعي في المانيا منذ الثورة الصناعية ومحاولة اللحاق بالتطور الصناعي الحاصل في بريطانيا الى مواجهة الشركات الاستثمارية مشكلة عدم كفاية التمويل المحلي قياساً برؤوس الاموال الضخمة التي تحتاجها للاستثمارات، وعدم وجود اسواق مالية متطورة، فضلاً عن عدم ميل المستثمرين للاستثمار بموجودات لا تتسم بالمخاطرة مثل السندات الحكومية². وقد نجم عن ذلك تبني الجهاز المصرفي الالمانى سياسة الصيرفة الشاملة اي تقديم المصرف للشركات الاستثمارية جميع الخدمات المصرفية وغير المصرفية (التقليدية وغير التقليدية) بما فيها القيام بدور المنظم*، وتجمع في ذلك بين وظائف المصارف التجارية ومصارف الاستثمار. ومع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين اخذ التطور الصناعي الالمانى بالتوسع معتمداً التمويل المصرفي والذي شمل تقديم انواع القروض والتمويل الاستثماري للشركات كافة، وذلك بسبب السياسة الحمائية التي اتبعتها الحكومة الالمانية على منتجاتها

* السوق الأولية هي احد العناصر الرئيسية لسوق الأوراق المالية.

¹ البنوك الشاملة، التجربة الالمانية - <http://www.startimes.com>

² د. عبد الرسول علي - طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار - مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية - كلية الإدارة

والاقتصاد/جامعة بغداد- المجلد 19- العدد 71 - 2013 - ص 311.

* تتضمن خدمات الصيرفة الشاملة القروض والتسهيلات قصيرة الاجل بمختلف الآجال والانواع، خدمات الاستثمار والاستشارات المالية والتأمين، علاوة على امكانية امتلاك نسبة غير محددة من الاسهم التي تصدرها الشركات مع القيام بدور فاعل في تطوير السوق المالية بجميع اقسامها وكافة اوجه النشاط المالي والاقتصادي.

ونتيجة ذلك تنامي دور المصارف في التمويل وازدادت اهميتها لاسيما وان سوق الاوراق المالية في المانيا كانت ضعيفة نسبياً ، كما انها لم تكن بالمستوى المطلوب مقارنة بسوق لندن³.

اما النموذج الياباني فهو يتشابه مع النموذج الألماني من حيث اعتماد الشركات الاستثمارية للجهاز المصرفي في تمويل عملياتها ، الا انه يعد أكثر تعقيداً. ويتضح ذلك عند قيام احد المصارف باقتناء نسبة عالية من اسهم شركات معينة تعرف بالكيريتسو، التي تتصف بكونها موزعة افقياً على عدة قطاعات اقتصادية نوعية ، فضلاً عن التكامل العمودي بين شركات كل قطاع، بحيث تتوزع بين الموردين والمنتجين وتجار التجزئة⁴.

كما تتصف هذه الشركات بتداخل الملكية فيما بينها بهدف ايجاد ترابط اقتصادي قوي فيما بينها ، وبالتالي ضمان تدفق المنتجات الوسيطة التي تحتاجها الشركات المكونة لكل مجموعة ، ويؤدي هذا الترابط الى حصول اعضاء كل مجموعة على معاملة تفضيلية من بعضهم البعض سواء كانوا موردين او مستهلكين. وقد ادى هذا الاسلوب الى دفع الشركات اليابانية لتعزيز نشاط الشركات الاخرى ضمن المجموعة الواحدة والاشتراك معها بخطط واستراتيجيات متسقة باشراف وتوجيه المصرف الذي يمتلك نسبة كبيرة من اسهم هذه المجموعة⁵.

مما تقدم يمكن القول ان الدول ذات الاسواق المالية المتطورة تتسم باعتماد الشركات الاستثمارية التمويل السوقي بشكل يفوق لجونها للمصارف فيما تتميز الدول ذات الاسواق المالية الضعيفة بسعة انتشار عمليات الاقراض المصرفي.

ثانياً- آليات النشاط المصرفي في تطوير السوق الأولية:

1- السوق الأولية

تخص هذه السوق باصدار الاوراق المالية (الاسهم والسندات) الجديدة للشركات والترويج لها وبيعها، وهي على نوعين، الأول اصدارات اسهم لشركات مساهمة لها اسهم قائمة في السوق وتحتاج إلى رؤوس أموال جديدة لتمويل توسعاتها الرأسمالية فتعتمد إلى اصدار اسهم جديدة ، والنوع الثاني اصدارات اسهم لشركات جديدة تصدر اسهمها لأول مرة ويضمنها مصرف الاستثمار ويدعى هذا النوع اكتتاب عام اولي. تتم في هذه السوق العلاقة المباشرة بين الشركة المصدرة للورقة المالية والمكتتب بها. وتؤدي المؤسسات المالية بمختلف انواعها وانشطتها دوراً رئيساً في هذه السوق لاسيما مصارف الاستثمار والمصارف التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الاصدارات الجديدة او التعهد بتسويقها إما لصالحها او لصالح الجهة المصدرة مقابل عمولة معينة تتحدد على وفق الاتفاقية المعقودة للإصدار. وهناك اسلوبان لعملية الاصدار في السوق الأولية هما⁶:

أ - الاسلوب المباشر

يتم عبر اتصال الجهة المصدرة للاوراق المالية بعدد من المؤسسات المالية الكبيرة المستثمرة لغرض بيع اوراقها المالية التي قد تتحدد أسعارها باسلوب المزايدة لاسيما بالنسبة للاوراق المالية الحكومية.

ب - الاسلوب غير المباشر

يتم عبر قيام المؤسسات المالية مثل مصارف الاستثمار بعملية اصدار وتوزيع الاوراق المالية لحساب المؤسسات والشركات الخاصة الراغبة في الحصول على التمويل، فضلاً عن تقديم الاستشارات.

وتمثل السوق الأولية بداية النشاط المالي للورقة المالية، وتكمن اهميتها في ايجاد الإطار المنظم لتمويل الشركات المدرجة في السوق من خلال الإصدارات الأولية، فضلاً عن حجم التمويل والدور الترويجي، وبالتالي تهيئتها للسوق الثانوية لتحفيز وتنشيط حركة التداول للاصدارات الجديدة، لتوفير مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية.

2- آليات النشاط المصرفي:

تعتمد المصارف آليات خاصة في تقديم الخدمات المرتبطة بتطوير السوق الأولية يمكن بيانها كما يأتي:

³ آيبر هارد برودهاج - تجربة الصيرفة الشاملة في المانيا - وقائع مؤتمر الصيرفة الشاملة ، مفهومها ووظائفها - استانبول - 20-22/تموز/1994 - اتحاد المصارف العربية - 1994 - ص163.

⁴ لستر ثرو - الصراع على القمة ، مستقبل المنافسة الاقتصادية بين امريكا واليابان - ترجمة احمد فؤاد بلع - منشورات المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب - سلسلة عالم المعرفة - رقم 204 - الكويت 1995 - ص33.

⁵ د. عبد الرسول علي - مصدر سبق ذكره - ص315.

⁶ الموسوعة الشاملة لسوق الاوراق المالية - www.vipmiss.com

أ- القروض المصرفية:

ينجم عن تزايد القروض المصرفية أو انخفاضها مع وجود المحافظ الاستثمارية، في عملية تمويل الشركات، أثراً معيناً تنعكس في حجم الإصدارات الأولية، لكون أحدهما يعد بديلاً (منافساً) للآخر من جانب ومكماً للآخر من جانب آخر وذلك لسد احتياجات الشركات من التمويل، ويتضح ذلك عند المقارنة بين لجوء الشركات الاستثمارية للاقتراض المصرفي وعملية الاكتتاب (الاستدانة) في السوق الأولية بأسلوب الإصدار الخاص للاوراق المالية* وكما يأتي:

➤ قد يؤدي تزايد القروض المصرفية مع وجود المحافظ الاستثمارية إلى انخفاض حجم الإصدارات الأولية وذلك عند لجوء الشركات للاتفاق مع أحد المصارف للحصول على التمويل اللازم، لاسيما عند فشلها في بيع إصدارها بالكامل، وهنا يقوم المصرف بمنح الشركة قرضاً بقيمة الأوراق المالية غير المكتتب بها، مما يعني انخفاض دور السوق الأولية في التمويل (عملية الاكتتاب) بسبب وجود البديل (المنافس) وهو القروض المصرفية، والتي عادة ما يكون لها دور كبير في التأثير في حجم الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الاستثمارية القائمة في حين لا يوجد مثل هذا التأثير في قيمة الاسهم المراد إصدارها من قبل الشركات المساهمة الجديدة.

من جانب آخر هناك علاقة تأثير تنافسية بين التمويل المصرفي والتمويل السوقي، إذ إن ضعف فاعلية سوق السندات يؤدي إلى زيادة مستوى نشاط الاقتراض المصرفي لتغطية الاحتياجات المالية المتزايدة للشركات، وهو ما حصل في دول جنوب شرق آسيا خلال المدة (1990 - 1997) التي تميزت بارتفاع معدلات نمو الائتمان المصرفي تراوحت بين 12% و 18% سنوياً بسبب ضعف سوق السندات مما دفع الشركات للاقتراض من المصارف لسد احتياجاتها المالية.

➤ يمكن أن يؤثر انخفاض الائتمانات المصرفية إيجابياً في زيادة دور التمويل السوقي. فعند وصول نسبة الدين لدى الشركة إلى مستويات حرجية تمتنع عندها المصارف عن منح أي قرض لها بسبب ارتفاع مخاطرها المالية التي قد تؤدي إلى تعثر هذه الشركة، وبالتالي زيادة احتمال عدم قدرتها على سداد المبالغ المقرضة، مما يدفعها نحو زيادة حقوق ملكيتها من خلال إصدار أسهم جديدة لتخفيض نسبة الدين لديها، وهنا سيكون الدور الإيجابي للقروض المصرفية في التمويل أضعف من دور الإصدارات الجديدة للاسهم وبالتالي فإن تأثيرها في تمويل السوق الأولية سيكون محدوداً.

من جانب آخر إن قيام الجهاز المصرفي بمنح إئتمانات بهدف شراء الأوراق المالية لتغطية متطلبات الهامش التي تمثل (الفرق بين القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها والحد الأقصى للقرض الممكن منحه بهدف شراء تلك الأوراق بحيث تستخدم الأوراق المشتراة لضمان هذا النوع من القروض)، وهنا من الممكن أن تكون متطلبات الهامش محدودة عند توجه السلطة النقدية نحو تنشيط العمليات الاستثمارية من خلال حشد المدخرات بدلاً من اعتماد القروض المصرفية⁷.

ب- المحفظة الاستثمارية (محفظة الأوراق المالية):

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية (حقيقية، مالية) التي ينبغي أن تحقق أقصى إشباع ممكن للمستثمر متمثلاً بالعائد المستقبلي المتوقع عند أدنى مستوى مخاطرة ممكنة". وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والعقار والسلع وغيرها، أو مالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة والمشتقات والقبولات والخيارات وغيرها⁸. وفي أغلب الأحوال تجمع أصول المحفظة بين الأصول الحقيقية والمالية معاً لتقليل درجة المخاطرة. وتستخدم المصارف المحافظ التي تديرها في مجالين هما:

- المحافظ الخاصة بالمصارف: تمثل هذه المحافظ وعاء استثمارياً لتوظيف فائض السيولة لدى المصارف لاسيما في حالات التوسع الكبير في حجم الودائع المصرفية، إذ تستعمل تلك السيولة للاكتتاب بالاوراق المالية التي تصدرها الشركات في السوق الأولية والاستثمار بها في السوق الثانوية. وبذلك فهي تمثل مصدر تمويل للشركات المصدرة للاوراق المالية التي تسهم في تطوير السوق الأولية.
- المحافظ التي تديرها المصارف لصالح العملاء: تمثل إحدى مجالات الاستثمار المالي للقطاع المصرفي والتي لا يترتب عليها أي تدفق نقدي للشركات المصدرة للاوراق المالية ويتم التعامل بها في السوق الثانوية. وتأتي أهمية هذه المحافظ في حالات دخول المصرف بصفة مساهم في تأسيس الشركات⁹.

* الإصدار الخاص: هو اتفاق الشركة مع مجموعة محددة من كبار المستثمرين بهدف بيعهم إصداراتها من الأوراق المالية.
7 د. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى - النقود والمصارف والأسواق المالية - دار الحامد للنشر والتوزيع - 2003 - ص 374.

8 فلاح الحسيني، مؤيد الدوري - إدارة البنوك - مدخل كمي وإستراتيجي معاصر - دار وائل للنشر - ط 2 - 2003 - ص 154.
9 محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام - المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية - الدار الجامعية - 2000 - ص 25.

وعادة ماتستخدم المصارف كلتا النوعين من المحافظ التي تديرها أداة لتمويل الشركات وكذلك أسلوباً للاستثمار المالي في الوقت نفسه استناداً الى السوق التي يتم فيها تداول الورقة المالية والتي تمثل معياراً لكون هذه الورقة وسيلة استثمار مالي او أداة تمويلية . فاذا اكتتب المصرف بالاوراق المالية المدرجة في السوق الاولى فان المحفظة تعد أداة تمويل للشركة المصدرة لهذه الاوراق ، اما اذا تم التداول بالاوراق المالية في السوق الثانوية فانها تعد احدى قنوات الاستثمار المالي المتاحة امام الجهاز المصرفي.

ج- الخدمات الاستثمارية:

ترتبط الخدمات الاستثمارية التي تقدمها المصارف بانواعها كافة بالخدمات الاستثمارية التي ترافق عملية اصدار الاوراق المالية ويمكن بيانها كما يأتي¹⁰:

- التعهد بالتغطية: يتمثل بشراء الاوراق المالية من الشركات المصدرة بغرض اعادة بيعها بسعر اعلى مقابل استلام رسوم عن تقديم هذه الخدمة. وعليه فان جزءاً من رسوم التغطية يمثل مخاطر عدم البيع ، والجزء الآخر يمثل اعاب ادارة وتسويق الاصدار. ويعتمد اتخاذ الشركة قرار التسويق بهذا الاسلوب على مدى النجاح المتوقع في اكتتاب الجمهور بالاوراق المالية التي تصدرها.
- العرض المباشر: قد تلجأ بعض الشركات الاستثمارية لهذا الاسلوب في تسويق اصداراتها الاولى استناداً لمدى رسوخ الشركة في السوق، اي ميزتها النسبية في سرعة تسويق اصداراتها، فضلاً عن درجة استعدادها لدفع التكاليف العالية لخدمة ادارة الاصدار التي يقوم بها الجهاز المصرفي . إلا ان هذه الشركات لاتستطيع التخلي نهائياً عن الخدمات المصرفية الاستثمارية خلال هذه المرحلة لذا فهي تستفيد بشكل او بآخر من تلك الخدمات.
- افضل الجهود: يتم بموجب هذا الاسلوب عقد اتفاقية بين الشركة المصدرة للاوراق المالية والجهة مديرة الاصدار التي عليها ان تلتزم، أدبياً، ببذل اقصى الجهود في بيع اكبر كمية ممكنة من الاصدار، اما الجزء غير المباع فيعاد نهاية المدة الى مصدره لتتولى مهمة تسويقه. فالجهة التي تقدم الخدمة الافضل غير ملزمة بالاكتتاب بالاوراق المالية في حالة عدم بيعها ولذا فان رسوم تقديم هذه الخدمة تعد منخفضة مقارنة برسوم التعهد بالتغطية.

المحور الثاني

الجهاز المصرفي والسوق الاولى ومورجهما في تمويل الشركات الاستثمارية في الاردن

يهتم هذا المحور بتحليل العلاقة الوظيفية بين الجهاز المصرفي الاردني والسوق الاولى استناداً للآليات التي تستخدمها المصارف الاردنية في تمويل الشركات لغرض تطوير السوق الاولى ومنها القروض المصرفية والاستثمار بالمحفظة الاستثمارية.

اولاً- دور السوق الاولى في تمويل الشركات الاردنية:

تزايد التوجه للاستفادة من خدمات التمويل التي تقدمها السوق الاولى في الوقت الحاضر. وقد أسهمت السوق الاولى في الاردن بتمويل (17.48%) من اجمالي التكوين الرأس مالي الثابت* خلال المدة (1989- 2012) فيما تم تمويل ماتبقى من هذه النسبة من خلال المصادر الذاتية الناجمة عن الارباح المحتجزة والمخدرات الخاصة فضلاً عن القروض المصرفية.

ويوضح الجدول (1) ان نسبة مساهمة السوق الاولى بتمويل الاقتصاد الاردني* قد بلغت (3.94%) عام 1989 وانخفضت بشكل متتابع خلال العامين التاليين لتبلغ (3.01%) من اجمالي التكوين الرأسمالي الثابت نهاية عام 1991 بسبب حالة الركود التي رافقت احداث الخليج عام 1991. ثم ما لبث ان ارتفعت تلك النسبة في السنوات الثلاث اللاحقة لتصل الى 33.88% من اجمالي التكوين الرأسمالي الثابت عام 1994 بسبب حالة الاستقرار التي شهدتها الاردن وتدفق رؤوس الاموال العربية والاجنبية اليها بعد انتهاء حرب الخليج والتوقعات المتفائلة لعملية السلام في المنطقة . ثم انخفضت من جديد لتبلغ ادنى مستوى لها (6.29%) عام 1999 نتيجة التراجع الكبير في حجم الاصدارات خلال هذه السنة بسبب مؤشرات الركود التي رافقت الاقتصاد الاردني نتيجة الازمة المالية الاسيوية وتداعياتها السلبية على الاقتصاد الاردني. وخلال السنوات التالية (2000 – 2006) تراوحت مساهمة السوق الاولى في التكوين الرأسمالي بين الزيادة والنقصان من (13.85%) عام 2000 الى ان استقرت عند اعلى مستوى لها خلال مدة الدراسة لتصبح (91.26%) عام 2006 ، ثم انخفضت من جديد عام 2007 لتبلغ (31.63%) واستمر الانخفاض ليصل

10 آيبر هارد برودهاج – مصدر سبق ذكره – ص112.

* الاصدارات الحديثة في السوق الاولى للاوراق المالية تعبر عن الاستثمار في القطاع الحقيقي الذي يؤدي الى زيادة حجم التكوين الرأسمالي الثابت الاجمالي.

* نسبة مساهمة السوق الاولى بتمويل الاقتصاد = (مجموع الاصدارات من الاسهم والسندات/التكوين الرأسمالي الثابت)*100

الى ادنى مستوى وهو (5.81%) من اجمالي التكوين الراسمالي عام 2012 بسبب تراجع مؤشرات النمو في الاقتصاد الاردني.

وبشكل عام فان الشركات وعند لجونها الى السوق الاولى لتمويل انشطتها تعتمد أداتين رئيسيتين ، الاولى الاسهم الاعتيادية التي تعبر عن حقوق الملكية ، والثانية السندات التي تمثل احدى ادوات الدين طويل الاجل وكما يأتي:

1- التمويل بالاسهم الاعتيادية: يشير الجدول (2) الى لجوء الشركات المساهمة العامة الاردنية بشكل اساس للتمويل بالاسهم ،مقارنة بالسندات، خلال السنوات (1989 – 1997) ، إذ لم ينخفض معدل الاهمية النسبية للاسهم الصادرة عن هذه الشركات عن (98%) من اجمالي قيمة الاوراق المالية المصدرة. وخلال السنوات اللاحقة بدأ معدل الاهمية النسبية للتمويل بالاسهم بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً، بسبب تنامي دور السندات في التمويل ، فقد انخفض المعدل عام 1998 الى (47%) ثم ارتفع الى (63%) عام 1999 ، واستمر التذبذب في الاهمية النسبية للتمويل بالاسهم حتى بلغ (59%) عام 2012. وهكذا تستمر العلاقة العكسية للاهمية النسبية بين اداتي التمويل (الاسهم والسندات) في السوق الاولى من جانب فيما تعد تلك العلاقة، ومن جانب آخر، تكاملية بين النوعين لسد الاحتياجات المالية للشركات الاستثمارية.

2- التمويل بالسندات: يبين الجدول (2) ان اللجوء لاصدار السندات كاحدى وسائل تمويل الشركات المساهمة العامة في الاردن خلال المدة (1989 – 1997) يعد ضعيفاً بشكل كبير، مقارنة بالاسهم التي اصدرتها الشركات الاردنية خلال المدة نفسها . إذ لم يتجاوز معدل الاهمية النسبية لاجمالي السندات المصدرة طوال المدة اعلاه (2%) من اجمالي الاصدارات الاولى. وتعود محدودية دور سوق السندات في التمويل خلال تلك المدة الى عوامل عدة منها التشريعات القانونية التي كانت من اهم المعوقات امام تطور السوق الاولى لاصدار السندات . فقد الزمت تلك التشريعات الشركات بضمان السندات قبل مضيقها باجراءات الاصدار، كما اشترطت ان لا تزيد قيمة هذه السندات عن قيمة رأس مال الشركة المدفوع¹¹. كما كان للجهاز المصرفي دور مهم في اضعاف سوق السندات بسبب زيادة الائتمانات المقدمة للشركات العامة كما يتضح في الجدول (2) فهناك علاقة تنافسية بين حجم الائتمان المصرفي وحجم السندات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة أي بين التمويل المصرفي والتمويل السوقي*. الا انه وخلال السنوات (1998 – 2002) بدأت مساهمة السندات في التمويل بالتزايد وبشكل كبير حتى بلغ اقصى معدل (80%) عام 2002، وذلك بسبب الغاء القوانين السابقة واصدار قانوني الشركات رقم (22) لسنة 1997 والمصارف الجديد لسنة 1998، الامر الذي فتح آفاقاً اوسع امام الشركات الاردنية لاصدار السندات ، بهدف تمويل انشطتها وعملياتها المختلفة. وعلى الرغم من تراجع الاهمية النسبية للسندات خلال السنتين اللاحقتين 2005 و 2006 الى 3% الا انها مالبث ان ارتفعت من جديد لتصل الى اقصى مساهمة لها (41%) عام 2012.

ويعرض الجدول (3) رصيد المحافظ الاستثمارية للاسهم والسندات ونسب تلك الارصدة من الناتج المحلي الاجمالي في الاردن ، فنلاحظ ان متوسط الاهمية النسبية لمحفظة الاسهم خلال مدة الدراسة كانت (48.33%) من المجموع الكلي لقيمة محفظة الاسهم. اما متوسط الاهمية النسبية لمحفظة السندات فقد بلغ خلال سنوات الدراسة (0.28%). كما نلاحظ تطور هذه النسبة إذ بدأت بالتزايد من (2.44%) عام 1989 حتى اصبحت (10.81%) عام 1998 ، وعلى الرغم من انخفاضها الى (6.06%) عام 1999 ، الا ان التزايد استمر حتى بلغ (95.20%) عام 2004 ، ثم لتصل الى اعلى مستوى لها وهو (216.75%) عام 2005. الا انه ومنذ عام 2006 بدأ الانخفاض التدريجي ليصل الى (49.66%) عام 2012. اما محفظة السندات فقد استمر تدني الاهمية النسبية لها من (1.267%) عام 1989 الى اقل من (1%) والى نهاية عام 2012.

ثانياً- الجهاز المصرفي الاردني ودوره في تمويل الشركات الاستثمارية في الاردن:

تبرز أهمية مؤسسات الجهاز المصرفي بصفة عامة ، من خلال تقديم خدمات الوساطة المالية بين المقرضين النهائيين والمقرضين النهائيين، عبر منح الائتمانات، بالشكل الذي يحقق اهداف الطرفين من حيث ضمان المدخرات وربحية الاستثمارات. كما تبرز أهمية هذا الجهاز نظراً لاتساع الرقعة الجغرافية التي تغطيها الخدمات التي يقدمها للعملاء.

1- هيكل الجهاز المصرفي الاردني:

ادى اختلاف الغايات التي انشأت من اجلها بعض المصارف ، وتباين اهداف الفئات التي تتعامل معها الى تقسيم الجهاز المصرفي على انواع عدة، يقوم كل نوع باتباع سياسة معينة في تمويل الشركات على

¹¹ قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 .

* يعد كل من القروض المصرفية و اصدار السندات ديناً على الشركة المقترضة.

اختلاف أنواعها من خلال القروض التي يمنحها أو عبر المساهمة بالاكنتاب بإصدارات تلك الشركات. ويشمل الجهاز المصرفي الأردني أنواع عدة من المؤسسات المصرفية وكما يأتي:

أ- المصارف التجارية: هي مؤسسات مصرفية موضوعها النقود والعمليات التي تدور حول قيام نقود الودائع بوظائفها وبذلك فالبنك التجاري منشأة تنصب عملياتها الرئيسية في حشد الموارد المالية والنقود الفائضة عن حاجة الأفراد والمؤسسات في شكل إدارات بغرض إقراضها وتوظيفها الآخرين وفق قواعد وأساليب معينة.

وقد برزت أهمية المصارف التجارية وما لها من تأثير في الاقتصاد بوصفها مؤسسة مالية بسيطة تقوم بقبول الودائع تحت الطلب والتي يمكن سحبها بواسطة الشيكات من قبل المودع في أي وقت يشاء بعد وقت ايداعها، مما يعني أنها تؤدي دوراً مهماً وحيوياً في تكوين الأموال وتوظيفها فهي أوعية ادخارية كبيرة وقنوات رئيسة للتمويل. واصبحت بذلك الوسيط المالي في تجميع رؤوس الأموال وإعادة استثمارها أو منحها قروضاً بشكل مباشر للقطاع الخاص أو بطريقة غير مباشرة من خلال شراء السندات الحكومية. وبهذا تحقق المصارف التجارية أرباحاً عن طريق الفرق بين عوائد توظيفها وتكلفة ايداعها وكذلك من خلال الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة¹². وقد تزايدت أعداد المصارف التجارية في الأردن من (10) مصارف أردنية و (5) مصارف (أجنبية وعربية) عام 1989 حتى بلغت (13) مصرفاً أردنياً و (9) مصارف (أجنبية وعربية) عام 2012¹³.

ب- مصارف الاستثمار: مؤسسات متخصصة بإصدار الأوراق المالية لحساب شركة استثمارية خاصة أو حكومية وتهدف إلى توفير التمويل السوقي متوسط وطويل الأجل للشركات. إذ تعد إحدى أهم المؤسسات المالية العاملة بحكم نشاطها، فهي تقوم بشراء إصدارات الأوراق المالية من الشركات المصدرة بهدف بيعها إلى المستثمرين النهائيين في أسرع وقت ممكن لاستعادة أموالها الخاصة (أموال رأس مال الملكية والاقتراض أحياناً) واستعمالها في إصدار آخر. ويتمثل الربح الذي يحققه مصرف الاستثمار بالفارق بين سعر البيع وسعر الشراء، في مقابل أخذه مخاطر الإصدار المتمثلة في احتمال انخفاض سعر البيع إلى أقل من سعر الشراء¹⁴. كما تقوم مصارف الاستثمار بنشاطات أخرى مثل وساطة الأوراق المالية، وتقديم خدمات الاستثمار، وعرض المشورة المالية والاقتصادية والإدارية للشركات، والقيام بعمليات الدمج والحيابة بين الشركات، وعليه تختلف هذه المصارف عن المصارف التجارية، فهي لا تقوم بجمع الودائع أو منح القروض والتسهيلات ولا تستثمر أموالها في الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة. كما أن إجراءات الوساطة التي تتبعها مصارف الاستثمار تختلف عن مفهوم الوساطة المالية المتبع في المصارف التجارية. فمصارف الاستثمار لا تنشئ أية حقوق للمدخرين عليها وكذلك فهي لا تعقد أية التزامات لصالحها على المقترضين والمستثمرين وإنما تتمثل نتيجة هذه الوساطة بإنشاء التزام في ذمة المقترض أو المستثمر لصالح المدخرين¹⁵.

وقد أدى تأسيس سوق عمان المالي إلى زيادة حاجة الاقتصاد الأردني لهذا النوع من المصارف، فتم تأسيس بنك الاستثمار العربي عام 1978، وتوسع عدد المصارف فيما بعد وبشكل خاص عام 1990 عندما أصبح ثلاثة مصارف بخمسة فروع، واستمر تزايد عدد المصارف إلى أن أصبحت (5) مصارف بشبكة فروع بلغت (51) فرعاً.

ج- المصارف الإسلامية: تعد إحدى أنواع المصارف التجارية بالنظر إلى الطبيعة الغالبة للنشاط الذي تزاوله. فهي مؤسسات تراعي في وظائفها وأهدافها قواعد الشريعة الإسلامية في المعاملات المالية والتجارية. وتبرز أهمية المصارف الإسلامية نتيجة لعملها على جذب الأموال من شريحة المودعين ممن لا يتعاملون مع المصارف التقليدية لأسباب دينية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المدخرات، كما يظهر الدور التنموي لهذه المصارف من خلال التعرف على أنشطتها الشاملة التي تجمع بين الأعمال التجارية التقليدية والخدمات الاستثمارية. فهي تقدم خدمات التمويل المصرفي والتمويل السوقي على حد سواء، كما تقوم هذه المصارف بقبول الودائع تحت الطلب والودائع لأجل مثل البنوك التجارية دون اعتماد الفائدة في التعامل، وإنما تعتمد المضاربة الإسلامية (المشاركة) أساساً في توظيف أموالها¹⁶. وقد بلغ عدد

¹² محمود سحنون - الاقتصاد النقدي و المصرفي، الطبعة الأولى - دار بهاء للنشر والتوزيع - قسنطينة 2003 - ص

76.

¹³ البنك المركزي الأردني - <http://www.cbj.gov.jo/arabic>

¹⁴ منير هندي وآخرون - الأسواق و المؤسسات المالية - مكتبة و مطبعة الإسكندرية - 1997 - ص 67.

¹⁵ الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية - www.vipmiss.com مصدر سبق ذكره.

¹⁶ د. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين العيسى - مصدر سبق ذكره - ص 137.

المصارف الاسلامية الاردنية (3) مصارف موزعة بشبكة فروع بلغت (113) فرعاً و(1) مصرف اسلامي عربي موزع على (3) فروع عام 2012¹⁷.

د- المصارف المتخصصة (غير التجارية): يتمثل النشاط الرئيس للمصارف المتخصصة بالقيام بعمليات الائتمان طويل الأجل لتمويل نوع محدد من النشاط الاقتصادي الذي قد يكون زراعياً او صناعياً او عقارياً. ولا يمثل تجميع الودائع احد الموارد الرئيسة لهذه المصارف وانما تعتمد مواردها الذاتية ومصادرهما الداخلية (رأس المال والاحتياطيات والقروض طويلة الأجل المتمثلة بالسندات التي تصدرها) لتوفير رؤوس الاموال اللازمة للقيام بوظائفها وتمويل أنشطتها التي تتخصص بها¹⁸. وقد بلغ عدد مؤسسات الاقراض المتخصصة المملوكة للقطاع العام (3) ثلاث (مؤسستين ومصرف واحد) موزعة على (36) فرعاً عام 2012¹⁹.

2- دور الجهاز المصرفي الاردني في تنمية حجم الاصدارات الاولى:

يعد التمويل المصرفي اهم استخدامات الاموال لدى المؤسسات المصرفية على اختلاف انواعها وهو يصنف ضمن نوعين يرتبط الاول منهما بالقروض والتسهيلات التي تعمل المصارف على منحها للنشطة الاقتصادية كافة ، فيما يهتم النوع الاخر بالتمويل من خلال الاكتتاب بالاوراق المالية التي يتم اصدارها في السوق الاولى.

أ- التمويل من خلال القروض المصرفية:

تمثل القروض احدى أهم فقرات توظيف الاموال لدى الجهاز المصرفي ، كما تعد من البنود الرئيسة التي تحقق ايراداً للمصارف، لذا فهي تحرص على التأكد من صحة سياستها الائتمانية وفاعلية تحصيل الاقساط المستحقة ، لضمان استرداد كامل قيمة القروض التي منحتها فضلاً عن الفوائد.

وقد بلغ متوسط الائتمانات المقدمة من الجهاز المصرفي الاردني الى الشركات المساهمة العامة والقطاع الخاص خلال سنوات الدراسة (10374.79) مليون دينار بمتوسط معدل نمو سنوي (10.25) . ويشير الجدول (4) الى التطور الملحوظ في النشاط الاقراضي لدى الجهاز المصرفي الاردني. فقد تزايد وبشكل مستمر معدل النمو السنوي للقروض الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي الاردني الى الشركات المساهمة العامة وشركات القطاع الخاص من (3.10) عام 1990 الى (4.31) مليون عام 1994 ليقفز الى (10.4) مليون عام 2004 ثم الى (20.2) مليون عام 2009 ليصل الى (25.10) مليون عام 2012، ويشير ذلك الى تطور السياسات الائتمانية للجهاز المصرفي الاردني الى المستوى الذي نجم عنه تزايد فاعليته في تمويل الشركات الاستثمارية (القائمة والجديدة) العائدة للقطاع العام والخاص ، وابرز دوره في النشاط الاقتصادي اذ يشير الجدول اعلاه الى انه باستثناء عام 1993 فان نسبة الاهمية النسبية لائتمانات الجهاز المصرفي الممنوحة للشركات الى الناتج المحلي الاجمالي كانت بين (102%) عام 1994 كحد ادنى و(145%) عام 2006 كحد اعلى، فيما بلغ متوسط الاهمية النسبية لائتمانات خلال سنوات الدراسة (119.99%).

ب- التمويل من خلال المحفظة الاستثمارية (الاستثمار المباشر):

تمثل المحفظة الاستثمارية احدى مقومات العمل المصرفي نظراً لكونها تحقق للمصارف قدراً كبيراً من المرونة في الظروف الطارئة . ففي حالة المسحوبات المفاجئة من الودائع يقوم المصرف ببيع جزء من الاوراق المالية، للتغطية على النقص الحاصل جراء تلك المسحوبات، ولهذا يطلق عليها (الاحتياطيات الثانوية) نظراً لسيولتها النسبية مقارنة بالاصول النقدية التي يحتفظ بها الجهاز المصرفي.

وعلى الرغم من ان الجهاز المصرفي يسعى لتكوين محفظة استثمارية مثالية تحقق له اعلى عائد ممكن ضمن مستويات مختلفة من المخاطر أو ادنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة ، الا ان ذلك يواجه بعدة محددات تؤثر في حجم وهيكل تلك المحفظة ولعل اهمها السياسة النقدية ، إذ أن حجم المحفظة يعتمد قيمة الاصول السائلة الواجب الاحتفاظ بها من قبل المصارف وكذلك طبيعة حركة التدفقات النقدية ، فضلاً عن ان محافظ الاوراق المالية عموماً تتأثر بالعوائد التي تحققها من خلال هيكل اسعار الفائدة لاسيما اسعار الفائدة على الائتمان قصير الاجل. فالبانك المركزي يستطيع التأثير في حجم وهيكل المحفظة من خلال سيطرته على المتغيرات النقدية التي تؤثر في العائد الذي تحققه هذه المحافظ ، فضلاً عن قدرته في التأثير في هيكل تلك المحافظ من خلال تحديد الاوراق المالية التي تدخل في احتساب نسب السيولة عبر قيامه باعتماد السندات الحكومية او المكفولة من قبلها كاحدى مكونات نسبة السيولة القانونية المفروضة على

¹⁷ البنك المركزي الاردني - مصدر سبق ذكره - www.cbj.gov.jo

¹⁸ المصدر نفسه

¹⁹ البنك المركزي الاردني - مصدر سبق ذكره - www.cbj.gov.jo

الجهاز المصرفي وكذلك معاملة السندات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة بنفس المعاملة التفضيلية المرتبطة بقروض التجمعات المصرفية²⁰.

وعلى الرغم من ارتفاع الأهمية النسبية لدور محفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي ، إلا أنها لم تصل إلى مستوى الأهمية النسبية للانتماء الذي قدمه الجهاز المصرفي ، إذ يوضح الجدول (5) أن متوسط الأهمية النسبية لاكتتاب اسهم الشركات المساهمة الجديدة إلى الانتماء المصرفي خلال سنوات الدراسة قد بلغ حدود (0.6%) ، كما بلغ متوسط الأهمية النسبية لهذا الاكتتاب إلى الناتج المحلي الإجمالي (1.07%) ، فيما بلغ متوسط الأهمية النسبية لمجموع الانتماء المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي (119.99%).

المحور الثالث

التحليل القياسي لعلاقة الجهاز المصرفي بالسوق الدولية للأوراق المالية

يبحث هذا المحور التحليل الكمي للعلاقة التي تربط الجهاز المصرفي بالسوق الدولية بهدف قياس الآثار التي تترتب على دور الجهاز المصرفي في تطوير حركة إصدار الأوراق المالية في هذه السوق وذلك من خلال تحليل النموذج المعد لهذا الغرض وكما يأتي:

1- توصيف وبناء النموذج القياسي:

لابد أولاً من الأخذ بنظر الاعتبار الجوانب الآتية:

أ- سيتم اعتماد ثلاث صيغ للنموذج القياسي* وكما يأتي:

الأولى- تحديد دور الجهاز المصرفي في تنمية حجم وإصدارات الاسهم لدى الشركات المساهمة القائمة سنستعمل المعادلة (1) الآتية:

$$N_o = B_o + B_1Cr + B_2Sp + U \dots\dots\dots(1)$$

الثانية- بيان تأثير الجهاز المصرفي في تطوير حركة الاسهم الصادرة عن الشركات المساهمة الجديدة سنستعمل المعادلة (2) الآتية:

$$N_n = B_o + B_1Cr + B_2Di + U \dots\dots\dots(2)$$

الثالثة- تحليل دور الجهاز المصرفي في تنمية حجم السندات المصدرة من قبل الشركات المساهمة في السوق الأولى سنستعمل المعادلة (3) الآتية:

$$N_b = B_o + B_1Cr + B_2Bp + U \dots\dots\dots(3)$$

حيث يقصد بالرموز في المعادلات الثلاث أعلاه ما يأتي:

No: قيمة إصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة (New Issues of Old Corporations) في السوق الأولى.

Cr: رصيد الانتماء المصرفي (Bank Credit) الممنوح من الجهاز المصرفي للشركات المساهمة.

Sp: رصيد محفظة الاسهم (Stocks Portfolio) لدى الجهاز المصرفي.

Nn: قيمة إصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة (New Issues of New Projects) في السوق الأولى.

Di: قيمة اكتتاب الجهاز المصرفي باسهم الشركات الجديدة (Direct Investment).

Nb: قيمة إصدارات السندات الجديدة (New Issues of Bonds) لدى الشركات المساهمة في السوق الأولى.

Bp: رصيد محفظة السندات (Bonds Portfolio) لدى الجهاز المصرفي.

U: حد الخطأ (Error Term) يمثل المتغيرات المستقلة الأخرى كافة التي لم تدخل ضمن مكونات النموذج والتي قد تؤثر في المتغير التابع.

Bo-B3: معلمات (Parameters) يتم تقديرها.

ب- سيتم استبعاد تأثير الخدمات الاستثمارية (الاستشارية) من النموذج القياسي لصعوبة تحديد أنواع المصارف التي تقدم هذه الخدمة ونوع الخدمات وعدم توافر المعلومات الكافية حول هذا الموضوع.

²⁰ بشرى عبد الوهاب وصبيحة صالح ونغم طارق- أثر المخاطرة في تقويم أداء ربحية الشركات، دراسة تطبيقية- مجلة الرافدين الجامعة العلوم- العدد 7- سنة 2001- ص 294-320.

* سيتم اعتماد بيانات الجدول (6).

2- نتائج التحليل الاحصائي: يهتم هذا الجزء بإجراء التحليل الاحصائي للبيانات المعدة لهذا الغرض بهدف بيان دور الجهاز المصرفي الاردني في تنمية الاصدارات الاولى في الاردن للوقوف على النتائج وتفسيرها بشكل موضوعي وذلك ضمن الصيغ الثلاث السابقة وكما يأتي:

أ- الصيغة الاولى: تعالج دور الجهاز المصرفي في تطوير حجم الاسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العامة القائمة اثناء المدة (1989 - 2012).

$$N_0 = -2749.08 + 1.614Cr + 6.30Sp$$

$$S.E: (1158.19) (0.238) (1.684)$$

$$t.Test: -2.374 6.772 3.737$$

$$R=0.89 \quad R^2=80\% \quad R^2=78\% \quad D.W=2.083 \quad F=41.925$$

يلاحظ من النتائج اعلاه العلاقة الطردية بين حجم اصدارات الاسهم والانتان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي للشركات المساهمة العامة، إذ ان زيادة الانتان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي للشركات (Cr) بمقدار مليون دينار تؤدي الى زيادة اصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة في السوق الاولى (No) بمقدار (1.614) مليون بافتراض ثبات رصيد محفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي (Sp). كما ان هناك علاقة طردية بين حجم اصدارات الاسهم ورصيد محفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي، فزيادة رصيد محفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي (Sp) بمقدار مليون دينار تؤدي الى زيادة اصدارات الاسهم بمقدار (6.30) مليون بافتراض ثبات الانتان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي للشركات (Cr).

من جانب آخر، فان قيمة (t - Ratio) لكل من الانتان المصرفي ورصيد محفظة الاسهم كانت ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%. اما معامل التحديد (R^2) فيشير الى ان النموذج يفسر نحو (80%) من اجمالي التباين الكلي في حجم الاسهم الصادرة لدى الشركات القائمة بسبب التأثير الايجابي للانتان المصرفي ومحفظة الاسهم في اصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة في السوق الاولى (No). اما قيمة (F) المحتسبة فقد اشارت الى معنوية عالية عند مستوى معنوية (5%) مما يعني ان النموذج بصورة عامة مقبول من الناحية الاحصائية. فيما اشارت الاختبارات القياسية الى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج بسبب تجاوز قيمة (D.W) ل(2).

ونلاحظ الاثر الايجابي لكل من الانتان المصرفي (Cr) ومحفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي (Sp) في تطوير اصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة في السوق الاولى (No) الامر الذي يعني العلاقة التكاملية بين النوعين لتمويل احتياجات الشركات الاستثمارية.

ب- الصيغة الثانية: يتم في هذه الصيغة تحليل دور الجهاز المصرفي في حركة اصدار الاسهم لدى الشركات المساهمة الجديدة للمدة (1989 - 2012):

$$N_n = -49.4 + 0.04Cr - 0.27Di$$

$$S.E: (45.3) (0.009) (0.18)$$

$$t.Test: -1.09 5.07 -1.6$$

$$R=0.74 \quad R^2=55\% \quad R^2=51\% \quad D.W=1.77 \quad F=13.06$$

تشير النتائج الى العلاقة الطردية الضعيفة للانتان المصرفي الممنوح للشركات (Cr) في حركة اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة في السوق الاولى (Nn)، إذ ان زيادة الانتان المصرفي الممنوح للشركات بمقدار مليون دينار تؤدي الى زيادة اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة في السوق الاولى (Nn) بمقدار (0.04) بافتراض ثبات قيمة اكتتاب الجهاز المصرفي باسهم الشركات الجديدة (Di)، كما ان هناك علاقة عكسية بين حركة اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة (الاستثمار المباشر) (Nn) واكتتابات الجهاز المصرفي باسهم الشركات الجديدة (الاستثمار المباشر) (Di) فزيادة الاكتتاب المصرفي باسهم الشركات الجديدة (الاستثمار المباشر) (Di) بمقدار مليون واحد تؤدي الى انخفاض اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة في السوق الاولى (Nn) بمقدار (0.27) عند ثبات الانتان المصرفي الممنوح للشركات (Cr).

ويلاحظ ان الانتان المصرفي كان ذا دلالة احصائية جيدة بسبب ارتفاع قيمة (t - Ratio) فيما كان الاستثمار المباشر ذا دلالة احصائية غير مقبولة عند مستوى معنوية (5%). اما معامل التحديد (R^2) فقد فسر ما يقارب (55%) من التباين الكلي في اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة بسبب التأثير السلبي ل(Di) ومحدودية الدور الايجابي ل(Cr) على (Nn)، فيما اشارت قيمة (F) المحتسبة الى المعنوية العالية عند مستوى معنوية (5%)، كما اشارت قيمة (D.W) الى ان النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي إذ ان (DW) المحسوبة اكبر من (1055=du).

ويلاحظ ان تأثير القروض المصرفية (Cr) في تطوير حركة اصدار الاسهم لدى الشركات الجديدة (Nn) كان اقل من تأثيره في تطوير حجم الاسهم الصادرة عن الشركات القائمة (No) في النموذج (1) وذلك

بسبب محدودية دور الجهاز المصرفي في تمويل إصدارات الشركات الجديدة عن طريق القروض لاعتماد تلك الشركات محافظ الاسهم والسندات في التمويل، وكذلك ضعف رغبة المستثمرين وتوجههم للاكتتاب بكامل الاسهم الصادرة عن الشركات الجديدة التي يستثمر بها الجهاز المصرفي، كما ان عملية الاستثمار باصدارات الشركات القائمة ترتبط بطبيعة ادائها المالي والفني خلال مدة معينة وبالتالي فان استثمارات الجهاز المصرفي بالاسهم الصادرة عن هذه الشركات لها الافضلية.

مما تقدم يمكن القول، ان طبيعة العلاقة بين انتمايات الجهاز المصرفي (Cr) والتمويل السوقي من خلال اصدار الاسهم لدى الشركات المساهمة القائمة (No) اثناء مدة الدراسة تعد تكاملية، في حين توجد علاقة ضعيفة بين التمويل بالاسهم لدى الشركات الجديدة (Nn) والقروض المصرفية (Cr) اذ ان تمويل هذه الشركات عادة ما يتم عن طريق محفظة الاسهم او السندات او كليهما وليس القروض المصرفية، كما ان محفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي (Sp) تتسم بعلاقتها الايجابية بحجم الاصدارات لدى الشركات المساهمة العامة القائمة (No)، فيما ترتبط اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة (Nn) مع الاستثمار المباشر للجهاز المصرفي (Di) بعلاقة عكسية، واخيراً فان المحصلة النهائية لدور التمويل المصرفي (الائتماني والاستثماري) يتميز بعلاقته التكاملية مع التمويل السوقي المتأتي من اصدارات الاسهم لسد احتياجات الشركات من رؤوس الاموال.

ج- الصيغة الثالثة: تم اعتماد المدة (1993 - 2012) لتحليل العلاقة بين الجهاز المصرفي والسندات الصادرة عن الشركات العامة لكون عام (1993) البداية التي توفرت عنها البيانات الخاصة بمحفظة السندات التي يديرها الجهاز المصرفي. وقد جاءت نتائج تحليل البيانات بهدف بيان الاثر الذي يترتب على دور الجهاز المصرفي في تطوير حجم السندات الصادرة عن الشركات المساهمة وكما يتضح من النتائج الاتية:

$$Nb = - 20.48 + 0.009Cr - 0.64BP$$

$$S.E: (3.057) (0.001) (0.026)$$

$$t.Test: -6.702 \quad 15.44 \quad -2.43$$

$$R=0.97 \quad R^2=95\% \quad R^2=93\% \quad D.W=1.17 \quad F=138.68$$

يلاحظ من النتائج اعلاه العلاقة الطردية المتواضعة بين قيمة اصدارات السندات الجديدة لدى الشركات المساهمة في السوق الاولى (Nb) وبين الائتمان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي لتلك الشركات (Cr)، اذ ان زيادة الائتمان المصرفي بمقدار مليون دينار تؤدي الى ارتفاع اصدارات السندات (Nb) بمقدار (0.009) مليون بافتراض ثبات رصيد محفظة السندات لدى الجهاز المصرفي (Bb). فالائتمان المصرفي يسهم في زيادة محدودة في حجم اصدارات السندات. كما ان هناك علاقة عكسية بين قيمة اصدارات السندات الجديدة لدى الشركات المساهمة في السوق الاولى (Nb) ورصيد محفظة السندات لدى الجهاز المصرفي لدى الجهاز المصرفي (Bb)، فزيادة رصيد محفظة السندات لدى الجهاز المصرفي بمقدار مليون دينار تؤدي الى انخفاض اصدارات السندات الجديدة بمقدار (0.64) مليون بافتراض ثبات الائتمان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي لتلك الشركات (Cr)، مما يعكس الدور المحدود والمتواضع لدور الجهاز المصرفي الاردني في تطوير حجم السندات الصادرة عن الشركات المساهمة مقارنة باهمية هذا الدور بالنسبة لاصدارات الاسهم لدى هذه الشركات.

وبالنسبة لمعنوية المعاملات فقد كانت نتائج (t - Ratio) ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%. كما يشير معامل التحديد الى قوة توضيحية عالية للاموذج المقدّر بلغت (95%) من اجمالي التغيرات الحاصلة في حركة اصدار السندات، فيما اظهر اختبار (F) المحتسبة معنوية الاموذج المقدّر عند مستوى معنوية (5%)، كما تشير النتائج الى اختبار (Dw) يقع في منطقة عدم الحسم.

وتعكس النتائج اعلاه الطبيعة التنافسية للعلاقة بين التمويل المصرفي والتمويل السوقي في اصدار السندات على الرغم من كونها في مستويات دنيا، فيما لم تكن العلاقة بين اصدار السندات ومحافظ السندات في الجهاز المصرفي تكاملية لسد احتياجات الشركات من التمويل، علماً بان النتيجة النهائية لتحليل دور الجهاز المصرفي كان ايجابياً.

الاستنتاجات:

1- اعتماد الاقتصاد الاردني في تمويل الشركات الاستثمارية مصدرين هما التمويل المصرفي والتمويل السوقي. يركز الاول نشاطه التمويلي في منح الشركات الاستثمارية القروض قصيرة الاجل والتمويل الاستثماري من خلال المحفظة الاستثمارية، فيما يهتم الثاني بالتمويل المتوسط والطويل الاجل عبر السوق الاولى (سوق الاصدار) من خلال قيام الشركات باصدار الاسهم الاعتيادية والسندات. وان محصلة العلاقة بين كلا المصدرين تعد تكاملية اكثر منها تنافسية وذلك لسد احتياجات الشركات الاستثمارية من رؤوس الاموال.

- 2- بروز الدور التمويلي للجهاز المصرفي في مقابل ضعف دور التمويل السوقي في الاقتصاد اثناء المدة (1989- 2012). فقد أسهمت السوق الأولية في الاردن بتمويل (17.48%) من اجمالي التكوين الرأس مالي الثابت متمثلة بالاصدارات الجديدة للاسهم التي تمثل الاستثمار في القطاع الحقيقي. فيما تم تمويل (82.52%) من خلال المصادر الذاتية والقروض المصرفية.
- 3- اعتماد الشركات الاستثمارية بشكل كبير الديون المتأتية من القروض المصرفية لكونها لا تلجأ للاقتراض من خلال الاكتتاب بالسندات الا في حالات محدودة. فقد بلغت قيمة السندات التي اصدرتها الشركات الاستثمارية خلال المدة (1989- 2012) حوالي (64.63) مليون دينار فيما بلغت القروض المصرفية التي منحها الجهاز المصرفي خلال تلك المدة ما يقارب (10374.79) مليون دينار، اي ما يعادل اكثر من 160 ضعف حجم السندات.
- 4- عكست نتائج النموذج القياسي الاول وجود الاثر الايجابي لكل من الائتمان المصرفي (Cr) ومحفظة الاسهم لدى الجهاز المصرفي (Sp) في تطوير اصدارات الاسهم لدى الشركات القائمة في السوق الأولية (No) الامر الذي يعني العلاقة التكاملية بين النوعين لتمويل احتياجات الشركات الاستثمارية.
- 5- اشار النموذج القياسي الثاني الى وجود علاقة ضعيفة بين التمويل بالاسهم لدى الشركات الجديدة (Nn) والقروض المصرفية (Cr) اذ ان تمويل هذه الشركات عادة ما يتم من خلال محفظة الاسهم او السندات او كليهما وليس القروض المصرفية، فيما ترتبط اصدارات الاسهم لدى الشركات الجديدة (Nn) مع اكتتابات الجهاز المصرفي باسهم الشركات الجديدة (Di) بعلاقة عكسية.
- 6- اتضح من النموذج القياسي الثالث العلاقة الطردية المتواضعة بين قيمة اصدارات السندات الجديدة لدى الشركات المساهمة في السوق الأولية (Nb) وبين الائتمان المصرفي الممنوح لتلك الشركات (Cr)، فالائتمان المصرفي يسهم في زيادة محدودة في حجم اصدارات السندات. مما يعكس الدور المحدود والمتواضع لدور الجهاز المصرفي الاردني في تطوير حجم السندات الصادرة عن الشركات المساهمة مقارنة باهمية هذا الدور بالنسبة لاصدارات الاسهم لدى هذه الشركات.

المقترحات:

- 1- دعم مؤسسات الجهاز المصرفي ليكون مؤهلاً للاسهام في تطوير السوق الأولية للأوراق المالية بصورة متوازنة بحيث يتم تطوير مصدري التمويل هذين في آن واحد.
- 2- تحفيز مؤسسات الجهاز المصرفي لتوظيف حد ادنى من الودائع وحقوق الملكية لديها لاصدار الأوراق المالية للاسهام بالاستثمار المباشر في القطاع الحقيقي وتطوير السوق الأولية.
- 3- إحداث توازن بين أدوات سوق الأوراق المالية بشكل يساعد في تصحيح هيكل السوق الأولية في الاردن وذلك من خلال تنشيط سوق السندات وكذلك العمل على خلق أدوات مالية جديدة تتناسب مع صغار المستثمرين.
- 4- رسم سياسة يتوافق فيها حجم السوق الأولية مع سياسة الحكومة لتشجيع المدخرات المحلية وتفعيل دور البنوك لتنشيط سوق الأوراق المالية بحيث تكون هناك مجموعة من البنوك المتخصصة في تقييم السوق المالية ولديها القدرة على العمل في سوق الأوراق المالية.
- 5- الاهتمام بانشاء صناديق استثمار سيادية من الأموال المعطلة في المصارف لشراء الأسهم والسندات من السوق الأولية وتطوير اصداراتها لتغطية الاحتياجات المالية للشركات الاستثمارية القائمة والجديدة لاسيما في الظروف التي يتراجع فيها السوق او عند تعرضها للازمات.

المصادر:

- 1 البنوك الشاملة ، التجربة الالمانية - <http://www.startimes.com>
- 2 د. عبد الرسول علي - طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار- مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية- كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة بغداد- المجلد 19- العدد 71- 2013 - ص 311.
- * تتضمن خدمات الصيرفة الشاملة القروض والتسهيلات قصيرة الاجل بمختلف الآجال والانواع ، خدمات الاستثمار والاستشارات المالية والتأمين ، علاوة على امكانية امتلاك نسبة غير محددة من الاسهم التي تصدرها الشركات مع القيام بدور فاعل في تطوير السوق المالية بجميع اقسامها وكافة اوجه النشاط المالي والاقتصادي.
- 3 آيبر هارد برودهاج - تجربة الصيرفة الشاملة في المانيا - وقائع مؤتمر الصيرفة الشاملة ، مفهومها ووظائفها - استانبول - 20-22 تموز/ 1994 - اتحاد المصارف العربية - 1994 - ص 163 .
- 4 لستر ثرو - الصراع على القمة ، مستقبل المنافسة الاقتصادية بين امريكا واليابان - ترجمة احمد فؤاد بلبع - منشورات المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب - سلسلة عالم المعرفة - رقم 204 - الكويت 1995- ص 33 .

- 5 د. عبد الرسول علي - مصدر سبق ذكره - ص 315 .
- 6 الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية - www.vipmiss.com
- * الإصدار الخاص: هو اتفاق الشركة مع مجموعة محددة من كبار المستثمرين بهدف بيعهم إصداراتها من الأوراق المالية.
- 7 د. عبد المنعم السيد علي ، د. نزار سعد الدين العيسى - النقود والمصارف والأسواق المالية - دار الحامد للنشر والتوزيع - 2003 - ص 374.
- 8 فلاح الحسيني ، مؤيد الدوري - إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر - دار وائل للنشر - ط 2003 - ص 154.
- 9 محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام - المؤسسات المالية ، البورصة والبنوك التجارية - الدار الجامعية - 2000 - ص 25.
- 10 آبيير هارد برودهاج - مصدر سبق ذكره - ص 112.
- * الإصدارات الحديثة في السوق الأولية للأوراق المالية تعبر عن الاستثمار في القطاع الحقيقي الذي يؤدي إلى زيادة حجم التكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي.
- * نسبة مساهمة السوق الأولية بتمويل الاقتصاد = (مجموع الإصدارات من الأسهم والسندات/ التكوين الرأسمالي الثابت)*100
- 11 قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 .
- * يعد كل من القروض المصرفية وإصدار السندات ديناً على الشركة المقترضة.
- 12 محمود سحنون- الاقتصاد النقدي و المصرفي، الطبعة الأولى- دار بهاء للنشر والتوزيع- قسنطينة 2003- ص 76.
- 13 البنك المركزي الأردني - <http://www.cbj.gov.jo/arabic>
- 14 منير هندي و آخرون- الأسواق و المؤسسات المالية - مكتبة و مطبعة الإسكندرية- 1997- ص 67.
- 15 الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية - www.vipmiss.com مصدر سبق ذكره.
- 16 د. عبد المنعم السيد علي ، د. نزار سعد الدين العيسى - مصدر سبق ذكره - ص 137.
- 17 البنك المركزي الأردني - مصدر سبق ذكره - www.cbj.gov.jo
- 18 المصدر نفسه
- 19 البنك المركزي الأردني - www.cbj.gov.jo - مصدر سبق ذكره.
- 20 بشرى عبد الوهاب وصبيحة صالح ونغم طارق- أثر المخاطرة في تقويم أداء ربحية الشركات، دراسة تطبيقية- مجلة الراغبين الجامعة العلوم- العدد 7- سنة 2001- ص 294-320.

جدول (1)

الأهمية النسبية لإصدارات الأسهم والسندات في السوق الأولية في الأردن للمدة (1989 - 2012) (مليون دينار)

السنة	مجموع قيمة* إصدارات الأسهم (1)	الأهمية النسبية	قيمة السندات* المصدرة (2)	الأهمية النسبية	مجموع قيمة الإصدارات (1+2) = 3	التكوين الرأسمالي** (4)	الأهمية النسبية للإصدارات (3/4)*100
1989	21.845	100%	0.00	0%	21.845	554.5	3.94
1990	10.478	100%	0.00	0%	10.478	694.1	1.51
1991	20.422	100%	0.00	0%	20.422	678	3.01
1992	54.609	100%	0.00	0%	54.609	1049.3	5.20
1993	228.395	99%	3.00	1%	231.395	1303.6	17.75
1994	463.296	98%	8.00	2%	471.296	1391.2	33.88
1995	329.844	98%	8.00	2%	337.844	1395	24.22
1996	187.745	100%	0.00	0%	187.745	1444.8	12.99
1997	327.300	100%	0.00	0%	327.300	1325	24.70
1998	47.500	47%	53.50	53%	101.000	1187.5	8.51
1999	53.300	63%	31.80	37%	85.100	1352.7	6.29
2000	105.900	60%	69.50	40%	175.400	1266.6	13.85
2001	60.700	42%	83.50	58%	144.200	1235.8	11.67
2002	35.800	20%	140.00	80%	175.800	1287.3	13.66
2003	56.200	35%	105.00	65%	161.200	1490.8	10.81
2004	207.100	48%	222.40	52%	429.500	2005.4	21.42
2005	888.800	94%	60.60	6%	949.400	2733.7	34.73
2006	2408.800	97%	70.75	3%	2479.550	2717.1	91.26
2007	885.800	84%	168.70	16%	1054.500	3334.1	31.63
2008	828.000	85%	141.75	15%	969.750	4342.9	22.33
2009	317.321	68%	151.75	32%	469.071	4254.2	11.03
2010	142.481	60%	93.77	40%	236.249	4427.5	5.34
2011	136.671	78%	38.00	22%	174.671	4317	4.05
2012	144.825	59%	101.20	41%	246.025	4235.2	5.81
المتوسط	331.797	%76	64.63	%24	396.431	2084.3	%17.48

المصدر:

* سوق عمان للاوراق المالية - www.ase.com.jo

** البنك المركزي الاردني - www.cbj.gov.jo

جدول (2)

معدل التوزيع النسبي لادوات التمويل السوقي من اسهم وسندات خلال المدة (1989 - 2012) (مليون دينار)

السنة	اصدارات اسهم* الشركات القائمة (1)	اصدارات اسهم* الشركات الجديدة (2)	مجموع قيمة اصدارات الاسهم (1+2) = 3	قيمة السندات* المصدرة (4)	مجموع الاصدارات (3+4)	الاهمية النسبية للاسهم	الاهمية النسبية للسندات
1989	7.095	14.750	21.845	0.00	21.845	100%	0%
1990	2.378	8.100	10.478	0.00	10.478	100%	0%
1991	20.422	0.000	20.422	0.00	20.422	100%	0%
1992	11.109	43.5	54.609	0.00	54.609	100%	0%
1993	136.745	91.65	228.395	3.00	231.395	99%	1%
1994	143.901	319.395	463.296	8.00	471.296	98%	2%
1995	74.054	255.79	329.844	8.00	337.844	98%	2%
1996	75.733	112.012	187.745	0.00	187.745	100%	0%
1997	238.1	89.2	327.300	0.00	327.300	100%	0%
1998	31.7	15.8	47.500	53.50	101.000	47%	53%
1999	51.1	2.2	53.300	31.80	85.100	63%	37%
2000	105.9	0	105.900	69.50	175.400	60%	40%
2001	60.6	0.1	60.700	83.50	144.200	42%	58%
2002	24.3	11.5	35.800	140.00	175.800	20%	80%
2003	56.2	0	56.200	105.00	161.200	35%	65%
2004	177.6	29.5	207.100	222.40	429.500	48%	52%
2005	690.6	198.2	888.800	60.60	949.400	94%	6%
2006	1944.2	464.6	2408.800	70.75	2479.550	97%	3%
2007	455.8	430	885.800	168.70	1054.500	84%	16%
2008	586	242	828.000	141.75	969.750	85%	15%
2009	203.871	113.45	317.321	151.75	469.071	68%	32%
2010	119.281	23.2	142.481	93.77	236.249	60%	40%
2011	79.171	57.5	136.671	38.00	174.671	78%	22%
2012	132.225	12.6	144.825	101.20	246.025	59%	41%
المتوسط	226.170	105.62	331.797	64.63	396.43	76%	24%

المصدر:

* سوق عمان للاوراق المالية - www.ase.com.jo

جدول (3)

نسبة المحافظ الاستثمارية لدى الجهاز المصرفي الاردني / الناتج المحلي الاجمالي للمدة (1989 - 2012)

السنة	رصيد محفظة* الاسهم	نسبة محفظة الاسهم (%)	رصيد محفظة* السندات	نسبة محفظة السندات (%)
1989	57.983	2.44	30.06	1.267
1990	76.144	2.85	27.30	1.023
1991	82.608	2.89	26.58	0.931
1992	99.183	2.84	8.70	0.249
1993	144.1	3.79	6.50	0.171
1994	194.8	4.64	4.60	0.109
1995	238.3	4.99	0.30	0.006
1996	266.7	5.35	0.60	0.012
1997	314.051	6.05	0.10	0.002
1998	610	10.81	1.80	0.032
1999	347	6.06	3.30	0.058
2000	1859	31.04	5.20	0.087
2001	2527	39.86	6.30	0.099
2002	2347	35.04	9.20	0.137
2003	4155	57.68	11.38	0.158
2004	7693	95.20	15.12	0.187
2005	19346	216.75	17.25	0.193
2006	14670	141.37	22.36	0.215
2007	18922	156.82	30.24	0.251
2008	15501	99.41	39.46	0.253
2009	12559	74.26	55.18	0.326
2010	11742	62.58	59.24	0.316
2011	9847	47.43	63.54	0.306
2012	9584	49.66	73.75	0.382

21.59	%0.28	5549.29	%48.33	المتوسط
-------	-------	---------	--------	---------

المصدر:

* سوق عمان للأوراق المالية - www.ase.com.jo

جدول (4)

الائتمان المصرفي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي للمدة (1989 - 2012) (مليون دينار)

السنة	الائتمان المصرفي الممنوح للشركات المساهمة القائمة	الائتمان المصرفي الممنوح للشركات الجديدة	مجموع الائتمانات	معدل النمو السنوي	الناتج المحلي **	الاهمية النسبية (%)
1989	1101.36	1898.9	3000.3	0	2372.1	126.48
1990	1104.56	1997.4	3102	3,101	2668.3	116.25
1991	1123.9	2157.2	3281.1	3,280	2855.1	114.92
1992	1210.73	2441	3651.7	3,651	3493	104.54
1993	1336.35	2232.2	3568.6	3,568	3801.7	93.87
1994	1661.36	2649.8	4311.2	4,310	4201.3	102.62
1995	1968.73	3053.2	5021.9	5,021	4773.6	105.20
1996	2160.21	3196.5	5356.7	5,356	4982.4	107.51
1997	2147.6	3377.1	5524.7	5,524	5192.4	106.40
1998	2448.22	3685.7	6133.9	6,133	5642.9	108.70
1999	2957.65	3857.1	6814.8	6,814	5723.9	119.06
2000	3248.46	4001	7249.5	7,248	5989	121.05
2001	3792.55	4456.9	8249.5	8,248	6339	130.14
2002	4105.84	4584.6	8690.4	8,689	6698.8	129.73
2003	4435.29	4667.3	9102.6	9,102	7203.6	126.36
2004	4965.75	5479	10445	10,444	8081.3	129.25
2005	5734.19	7097.4	12832	12,831	8925.4	143.77
2006	6122.82	8981.9	15105	15,104	10377	145.56
2007	6925.34	10395.8	17321	17,320	12065.9	143.55
2008	7624.51	11869.3	19494	19,493	15593	125.02
2009	8254.46	12041.3	20296	20,295	16912	120.01
2010	8834.95	12979.1	21814	21,813	18762	116.27
2011	9235.46	14284	23519	23,518	20762	113.28
2012	9734.58	15375.6	25110	25,109	19298.2	130.12
المتوسط	4259.786	6114.971	10374.79	10,249	8446.41	119.99%

المصدر:

* سوق عمان للأوراق المالية - www.ase.com.jo

** البنك المركزي الاردني - www.cbj.gov.jo

جدول (5)

الاهمية النسبية لمساهمات الجهاز المصرفي للمدة (1989 - 2012)

السنة	مجموع الائتمان* المصرفي (1)	اكتتاب اسهم* الشركات الجديدة (2)	الناتج المحلي** الاجمالي (3)	الاهمية النسبية (1/3)%	الاهمية النسبية (2/3)%	الاهمية النسبية (2/1)%
1989	3000.3	3.330	2372.1	126.48	0.14	0.11
1990	3102	0.020	2668.3	116.25	0.00	0.00
1991	3281.1	0.000	2855.1	114.92	0.00	0.00
1992	3651.7	2.250	3493	104.54	0.06	0.06
1993	3568.6	9.175	3801.7	93.87	0.24	0.26
1994	4311.2	32.344	4201.3	102.62	0.77	0.75
1995	5021.9	21.953	4773.6	105.20	0.46	0.44
1996	5356.7	4.185	4982.4	107.51	0.08	0.08
1997	5524.7	39.950	5192.4	106.40	0.77	0.72
1998	6133.9	11.100	5642.9	108.70	0.20	0.18
1999	6814.8	25.200	5723.9	119.06	0.44	0.37
2000	7249.5	33.800	5989	121.05	0.56	0.47
2001	8249.5	30.000	6339	130.14	0.47	0.36
2002	8690.4	30.000	6698.8	129.73	0.45	0.35
2003	9102.6	29.000	7203.6	126.36	0.40	0.32
2004	10445	30.000	8081.3	129.25	0.37	0.29
2005	12832	74.000	8925.4	143.77	0.83	0.58
2006	15105	43.000	10377	145.56	0.41	0.28
2007	17321	46.000	12065.9	143.55	0.38	0.27
2008	19494	128.000	15593	125.02	0.82	0.66
2009	20296	138.000	16912	120.01	0.82	0.68
2010	21814	268.500	18762	116.27	1.43	1.23
2011	23519	801.380	20762	113.28	3.86	3.41
2012	25110	369.000	19298.2	130.12	1.91	1.47
المتوسط	10374.79	90.42	8446.41	%119.9	1.07%	0.56%

المصدر:

* سوق عمان للاوراق المالية - www.ase.com.jo** البنك المركزي الاردني - www.cbj.gov.jo

جدول (6)

مؤشرات نشاط الجهاز المصرفي الاردني في السوق الاولى للاوراق المالية للمدة (1989 - 2012) (مليون دينار)

السنة	اصدارات الشركات القائمة	اصدارات الشركات الجديدة	السندات الصادرة عن الشركات المساهمة	الائتمان المصرفي الممنوح من الجهاز المصرفي للشركات	محفظه الاسهم لدى الجهاز المصرفي	اكتتاب الجهاز المصرفي لدى الشركات الجديدة	محفظه السندات لدى الجهاز المصرفي
	No	Nn	Nb	Cr	Sp	Di	Bp
1989	0.003	0.006	0.000	0.464	0.024	0.001	0.013
1990	0.001	0.003	0.000	0.414	0.029	0.002	0.010
1991	0.007	0.000	0.000	0.394	0.029	0.004	0.009
1992	0.003	0.012	0.000	0.347	0.028	0.004	0.002
1993	0.036	0.024	0.001	0.352	0.038	0.006	0.002
1994	0.034	0.076	0.002	0.395	0.046	0.008	0.001
1995	0.016	0.054	0.002	0.412	0.050	0.008	0.000
1996	0.015	0.022	0.000	0.434	0.054	0.008	0.000
1997	0.046	0.017	0.000	0.414	0.060	0.010	0.000
1998	0.006	0.003	0.009	0.434	0.108	0.010	0.000
1999	0.009	0.000	0.006	0.517	0.061	0.010	0.001
2000	0.018	0.000	0.012	0.542	0.310	0.010	0.001
2001	0.010	0.000	0.013	0.598	0.399	0.010	0.001
2002	0.004	0.002	0.021	0.613	0.350	0.010	0.001
2003	0.008	0.000	0.015	0.616	0.577	0.010	0.002
2004	0.022	0.004	0.028	0.614	0.952	0.009	0.002
2005	0.077	0.022	0.007	0.642	2.168	0.008	0.002
2006	0.187	0.045	0.007	0.590	1.414	0.008	0.002
2007	0.038	0.036	0.014	0.574	1.568	0.007	0.003
2008	0.038	0.016	0.009	0.489	0.994	0.008	0.003
2009	0.012	0.007	0.009	0.488	0.743	0.008	0.003

2010	0.006	0.001	0.005	0.471	0.626	0.014	0.003
2011	0.004	0.003	0.002	0.445	0.474	0.039	0.003
2012	0.007	0.001	0.005	0.504	0.497	0.019	0.004

الجدول : من عمل الباحث بالاستناد الى الجداول السابقة (5-1)

.....