

تقييم الدور الاقتصادي في تعبئة المدخرات لسوق عمان للأوراق المالية خلال المدة (2000 – 2013)

د. يوسف عبدالله عبد*

المستخلص:

تمثل أسواق الأوراق المالية أداة تمويلية تسعى لتعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية سواء الجديدة منها أو القائمة.

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل الأداء الاقتصادي للسوقين الأولية والثانوية في الأردن خلال المدة (2000 – 2013) للوقوف على مستوى أدائهما وبيان الانحرافات عن الأهداف المحددة للسوق باستخدام مؤشرات اقتصادية خاصة بالتقييم الاقتصادي للسوق.

تتسم سوق الأوراق المالية الأردنية (بشقيها الأولية والثانوية) بتذبذب مستوى أدائها وإن عملية تقييم كفاءة الأداء الاقتصادي باستخدام مؤشرات اقتصادية علمية تساعد في تشخيص نقاط القوة والضعف التي تعاني منها لوضع المعالجات اللازمة لتطوير إمكانياتها مستقبلاً ، بما ينعكس إيجابياً في تطوير أدائها الاقتصادي للسوق.

أظهرت الدراسة ضعف الطاقة الإذخارية الكامنة التي يمكن توظيفها من خلال السوق الأولية نحو الاستثمارات طويلة الأجل ، مع ضعف الطاقة الاستيعابية النسبية للسوق الثانوية ، فضلاً عن وجود فجوة كبيرة بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار بالأوراق المالية في السوق الثانوية ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع في الجهاز المصرفي خلال مدة الدراسة.

Abstract

The financial markets represent a financial tool to achieve the mobilization of savings and directed them to finance a Various investment projects.

The aim of this research is to study and analysis the performance of the primary and secondary markets in Jordan for the period (2000 – 2013) to evaluate them and show the divergence from the determined targets of the market by using economic indicators of that market.

The main feature of Amman financial market (primary and secondary) shows volatility in its performance by using economic indicators which enables in diagnostic the strength and weakness points of this market in order to put remedies and develop it in future, which positively reflected upon its economic performance

This paper shows the weakness of savings capacity that can used it through the primary market in the Long- run Investments, the paper also shows the weakness of absorption capacity of the primary market. In addition, there is a wide gap between the size of funds directed to investments in securities in primary market and the size of the funds used as deposits in the bank system in the period under consideration.

المقدمة

تعد أسواق الأوراق المالية إحدى المراكز المهمة في الاقتصادات الحرة ، إذ يتم من خلالها تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار المختلفة ، والتي بدورها تقوم بإنتاج السلع والخدمات للاسهام في زيادة الناتج المحلي الإجمالي . كما انها تمثل حلقة الوصل بين الأفراد والمصارف والمؤسسات الادخارية الأخرى ، التي يتجمع لديها المدخرات من ناحية، وبين المشاريع الانتاجية والخدمية لاستثمار تلك المدخرات من ناحية أخرى ، فضلاً عن أنها تمثل إحدى حلقات تنمية النظام المصرفي في أي اقتصاد.

إن ضمان استمرارية تعبئة المدخرات والتخصيص الأمثل لها نحو الاستثمارات المتاحة يعد من الأهداف الرئيسية لسوق الأوراق المالية ويرتبط ذلك بالأداء الاقتصادي للسوقين الأولية والثانوية اللتين تعدان المكون الرئيس لسوق الأوراق المالية.

وبهدف استمرار فاعلية سوق الأوراق المالية ونشاطها في الاقتصاد الأردني لابد من إجراء عملية تقييم اقتصادي للسوقين للوقوف على مدى تطور نشاطهما والمشاكل والمعوقات التي تؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء الاقتصادي فيهما.

مشكلة البحث:

إن فاعلية الدور الاقتصادي في تعبئة المدخرات لسوق عمان للأوراق المالية ، الذي تتسم مؤشراتہ بالتذبذب، يتطلب إجراء عملية التقييم الاقتصادي لتحديد السلبيات وتجاوز العقبات والمشاكل التي تواجهها بشكل سريع لدوام فاعليتها في الاقتصاد.

فرضية البحث:

يتطلب تقييم الأداء الاقتصادي في تعبئة المدخرات في سوق عمان للأوراق المالية تطبيق معايير اقتصادية تساعد في تشخيص نقاط القوة والضعف في مستوى أداء السوق لوضع المعالجات اللازمة ، بما ينعكس إيجابيا في تطوير أدائها الاقتصادي.

هدف البحث:

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل الأداء الاقتصادي للسوقين الأولية والثانوية في الأردن خلال المدة (2000-2013) للوقوف على مستوى أدائهما في تعبئة المدخرات وتحديد الانحرافات عن الأهداف

المحددة للسوق باستخدام مؤشرات خاصة بالتقييم الاقتصادي للسوق لتصحيح مسارها وتجاوز تلك الانحرافات.

□ أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من أهمية الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وارتباطها بالمتغيرات الاقتصادية. فهي إحدى مكونات هيكل النظام التمويلي ، وأحدى المصادر الرئيسية لتعبئة المدخرات وتوظيفها في الاستثمار ، مما يوفر للمدخرين فرصاً جديدة لاستثمار مدخراتهم ، كما يتيح للشركات الاستثمارية مصادر تمويلية متنوعة (أسهم، سندات، وغيرها) ، لسد احتياجاتها من رؤوس الأموال لأغراض التوسع. فضلاً عن إسهام البحث في ترشيد النشاط الاقتصادي للسوق من خلال عملية تقييم الأداء الاقتصادي.

□ الحدود المكانية والزمانية للبحث:

تمثل سوق عمان للأوراق المالية بشقيها الأولية والثانوية البعد المكاني للدراسة، أما البعد الزمني فيمتد بين عامي (2000 – 2013)، بسبب طبيعة المرحلة التي تمر بها تلك السوقين والحاجة لتقييم ادائهما خلال تلك المدة.

□ خطة البحث:

يركز البحث على تحليل أداء السوقين الأولية والثانوية في الأردن خلال المدة (2000 – 2013) ، وذلك من خلال ثلاثة محاور. تناول الأول موضوع الإطار النظري لسوق الأوراق المالية . وتناول الثاني دراسة واقع سوق عمان للأوراق المالية . فيما تناول الثالث مؤشرات التقييم الاقتصادي لأداء السوقين الأولية والثانوية. وخلص البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات.

□ المحور الأول- الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية إحدى العناصر الأساسية للسوق المالية لاسيما في ظل اقتصاد السوق ، لما لها من آثار ايجابية في أداء الاقتصاد القومي والرفاهة الاقتصادية . فالوظيفة الأساس لهذه السوق تتمثل بتعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها ويعد ذلك نوعاً من الاستثمار تتحول من خلاله المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.

أولاً- مفهوم السوق المالية Financial Market

يقصد بالسوق المالية جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها ، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر¹.
والسوق المالية بهذا المفهوم تمثل قناة تنساب من خلالها المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية التي تمتلكها وهم المدخرون (أفراد- مؤسسات- شركات) والذين يمثلون جانب العرض للأموال إلى الوحدات الاقتصادية من المستثمرين الذين يمثلون جانب الطلب على الأموال(المقترضون).
وهناك تقسيمات عدة للأسواق المالية ، منها آجال المعاملات التي تتم فيها ، أو الوسيلة المستخدمة في التعامل أو المرحلة التي يتم خلالها التعامل ، كما قد تكون أسواقاً محلية أو إقليمية أو عالمية .
وبصفة عامة تنقسم السوق المالية إلى قسمين رئيسيين هما²:

- 1- السوق النقدية: Money Market (سوق التعاملات قصيرة الأجل) وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل والتي تتولى مهمتها المصارف التجارية.
- 2- سوق الأوراق المالية: Securities Market وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل . ويتجسد الاستثمار في هذه السوق بشراء الأوراق المالية (توظيف الأموال) سواء أكانت أسهما أم سندات ، وتنقسم بدورها إلى سوقين ، إحداها تختص بإصدار الأوراق المالية الجديدة وتسمى السوق الأولية (سوق الإصدار)، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى السوق الثانوية (سوق التداول).

ثانياً- مفهوم سوق الأوراق المالية Securities Market:

تعرف سوق الأوراق المالية (البورصة)* بأنها سوق الاستثمار المالي التي تتعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداول بعد ذلك.
وتعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الآليات التي يتم من خلالها تعبئة الموارد المالية لتوظيفها في الاستثمارات المختلفة ، فهي تؤدي دوراً أساسياً في تمويل المشاريع وتطويرها ، من خلال

1 زياد رمضان ، مروان شموط - الأسواق المالية والنقدية - ط1 - الشركة العربية للتسويق والتوريدات - الاسكندرية - 2008 - ص117.

2 فليح حسن خلف - الأسواق المالية والنقدية - الطبعة الأولى - عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع - عمان - 2006 - ص46.

* اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دي بورص) من مدينة براج ببليجيا ، كان يعيش في القرن السادس عشر .
وهناك نوعين من البورصات الأول بورصة الأوراق المالية ، والثاني بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات . وعليه يعد نمو هذه السوق جزءاً أساساً من برنامج النمو الاقتصادي لاسيما في الاقتصادات الحرة التي يتراجع فيها الدور الاقتصادي للحكومة مقابل دور القطاع الخاص . وتنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما³:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار) Primary Market

هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام سواء أكانت أسهماً أم سندات والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس المال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها ، سواء أكانت صادرة عن شركة أم شخصية اعتبارية عامة يحق لها الإصدار⁴.

وتتمثل السوق الأولية في الدول ذات الأسواق المالية الكبيرة بمؤسسات مالية متخصصة هي بنوك الاستثمار (Investment Banker)، تقوم بالاكتتاب بالإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم بيعها للجماهير مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء . أما في الدول ذات الأسواق المالية الصغيرة فتتولى المصارف التجارية هذه المهمة مقابل ثمن محدد على وفق اتفاق معين . وتساهم السوق الأولية الفعالة بتمويل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك من خلال تحويل نشاطات المستثمرين نحو الاستثمار الحقيقي عبر تعبئة المدخرات ، وبالتالي إيجاد فرص استثمارية جديدة للمستثمرين خلال مراحل التنمية⁵.

ومن هنا تأتي أهمية السوق الأولية النشطة كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة من خلال شراء الأوراق المالية (الاكتتاب بأسهم الشركات) أو بطريقة غير مباشرة من خلال استثمار المصارف وشركات التأمين لجزء من أموالها (الودائع وبوليصات التأمين) في شراء الأوراق المالية. فضلاً عن ذلك فإن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم بأشكال عدة من الأوراق المالية ، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، كما أنها تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي في الدخل القومي ومستوى المعيشة في الدول المعنية⁶.

³ المصدر نفسه - ص 49.

PIERRERAMAGE – Finance March – Edition danger – paris – 2002 – p:26. 4

⁵ رسميه أبو موسى - الأسواق المالية والنقدية - الطبعة الأولى - دار المعزز للنشر والتوزيع - عمان 2005 - ص9.

French, D., Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, 6 1989), pp. 16-17.

2- السوق الثانوية (سوق التداول) Secondary Market

تعبر السوق الثانوية عن المكان (أوالآلية) الذي تتم فيها جميع المعاملات المالية . إذ يتم تحديد قيم الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات المصدرة (ادوات الاستثمار) من خلال التقاء العرض بالطلب ، كما يتم نقل ملكية تلك الأوراق من مستثمر (بائع) لمستثمر آخر (مشتري) داخل السوق طبقاً للسعر السائد للورقة المالية في السوق وقت البيع والشراء وهو ما يطلق عليه عملية التداول، فضلاً عن توفير القوانين المنظمة والبيئة الملائمة لايجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

وعلى مستوى الاقتصاد فان للسوق الثانوية أهمية خاصة . إذ إن عملية التداول (شراء وبيع الأوراق المالية) تمثل استثماراً مالياً من جانب ، واقتصادياً من جانب آخر. فعند شراء المدخر (المستثمر) الأوراق المالية من السوق ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة عند استعمالها في تمويل استثمار جديد ، وستؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري⁷. والسوق الثانوية أما أن تكون منظمة أو ان تكون غير منظمة وفيما يأتي بيان كل من هاتين السوقين:

أ- السوق المنظمة (بورصة الأوراق المالية) "Stock Organized Market Exchange" :

هي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية من قبل مستثمرين متخصصين في هذا النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو (البورصة) ، وفي أوقات محددة ، وينظم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ، ويقتصر التعامل على الأوراق المالية المسجلة لديها ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات⁸ .
وتؤدي البورصة عدداً من الوظائف الرئيسية في الاقتصاد، أهمها، تأمين السيولة وتعبئة المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية ، وتلبية الاحتياجات المالية للحكومة للقيام بأعبائها المتزايدة عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل (أذون الخزنة)⁹.

7 زياد رمضان - مصدر سبق ذكره - ص 117 .

Francis . J. C., Investment : Analysis and Management , Opcit, P.P 41-44. 8

⁹ المصدر نفسه - ص 45.

ب - السوق غير المنظمة Unorganized Market

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، وتسمى المعاملات فوق الطاوله (Over the Counter O.T.C) وتتمثل بمجموعة أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات ، ويقوم بإدارتها مجموعة من مكاتب الوساطة والتجار الذين يتبادلون المعلومات فيما بينهم والتعامل على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية من خلال شبكة اتصال قوية ، وتحدد الأسعار على وفق العرض والطلب¹⁰.

3- العلاقة التبادلية بين السوقيين الأولية والثانوية:

هناك علاقة متبادلة بين السوقيين الأولية والثانوية ، إذ ان تأسيس الشركات المساهمة والاكتمال بأسهمها في السوق الأولية ، يؤدي للمزيد من تدفق الأوراق المالية نحو السوق الثانوية ، بما يؤدي إلى زيادة نشاطها ، ومن ثم تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المدرجة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب.

ومن جهة أخرى فإن توافر سهولة التعامل في السوق الثانوية ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل سيؤدي إلى زيادة كفاءة السوق الأولية ، من خلال القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات . ولابد أن تكون السوق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولية ، إذ لا يمكن أن يتم إصدار أوراق مالية جديدة دون وجود ضمانات حول إمكانية تداول في السوق الثانوية ، فضلاً عن متابعة تطور مؤشرات هذه السوق وتقويم الاختلالات التي تحصل فيها لضمان استمرارية السوق الأولية . وبذلك فإن كلا من شقي سوق الأوراق المالية (السوق الأولية والسوق الثانوية) يؤثر كل منهما في الآخر.

10 محمد صالح الحناوي وآخرون- مصدر سبق ذكره - ص42.

ثالثاً. الدور الاقتصادي للأسواق المالية: تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً اقتصادياً تتمثل أهم محاوره بالآتي¹¹:

- 1- تحفيز المدخرات وتعبئتها بما يؤدي إلى زيادة حجم تراكم المصادر المالية من خلال مساعدة الأفراد في استثمار مدخراتهم عبر الاكتتاب بأسهم الشركات أو شراء السندات التي تصدرها الشركات والتي تعد فرصة لاستثمار المدخرات وإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق بما يخدم الاقتصاد المحلي.
- 2- التخصيص الأمثل للمدخرات وتوجيهها نحو المؤسسات الاستثمارية التي تعاني عجزاً مالياً وبذلك تمثل هذه السوق مؤشراً للمناخ الاستثماري والاقتصادي.
- 3- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. لتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات ذات الآجال المختلفة¹².
- 4- الاسهام في الائتمان الداخلي وتوجيه المدخرات المحلية نحو الشركات الأكفأ والتي تدفع بأسعار اسهمها للارتفاع نتيجة أدائها المتميز وبالتالي زيادة رأس مالها وتوسيع نشاطاتها.
- 5- تشجيع قيام الشركات المساهمة ودعم مركزها المالي وترشيد أسلوب عملها بزيادة رؤوس أموالها وتطوير اساليب الانتاج وزيادة الطاقات الانتاجية وبالتالي فإن السوق تعد أداة مهمة للتقويم المالي والاقتصادي للشركات.
- 6- تأمين السيولة* اللازمة للمدخرين من خلال الاستثمار بالأوراق المالية وسهولة تحويلها إلى أصول سائلة بسعر مقبول، فضلاً عن إمكانية استخدام الأصول المالية ضماناً للقروض المصرفية.
- 7- الاسهام في نشر الوعي الادخاري والثقافة الاستثمارية في المجتمع بهدف تعبئة الموارد المالية لإنشاء المشاريع الإستثمارية ودفع عجلة النمو الاقتصادي.

¹¹ د. رفعت السيد العوضي -الاسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الاسلامي- www.islamtoday.net.

¹² د. احمد بوراس ، السعيد بريكة - كفاءة الاسواق العربية وتمويل الاقتصاد - www.efpedia.com .
* السيولة: هي السرعة التي يتم بها تحويل الادوات المالية بسهولة ويسر الى نقد وبأدنى تكلفة مع انخفاض المخاطر .

رابعاً. أدوات تنمية الادخار في سوق الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بمثابة السلعة المتداولة في السوق وتعرف بانها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الاسهم أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق الأوراق المالية مثل الاسهم والسندات¹³. أما أهم الأوراق المالية التي يتم تداول في الأسواق المالية المنظمة لتنمية الادخار فهي¹⁴:

الأسهم العادية (Common Stock): هي أكثر أنواع الأوراق المالية استخداماً ، وهي أوراق ملكية تمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة ، وقد يتم إصدار هذه الأوراق عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس مالها، أو عن طريق التداول في السوق. ويتمتع صاحبها بحق الحصول على نصيب موزع في الربح أو تحمل الخسارة بشكل انخفاض في قيمة الاسهم في التداول.

1- الاسهم الممتازة (Preferred Stocks): وهي عبارة عن شهادة ملكية من المنظور القانوني ويتميز هذا النوع من الأسهم عن الأسهم العادية أنها ذات امتياز يتمثل في الحق في تحصيل جزء ثابت من الأرباح الموزعة وتلجأ إليها الشركات لتحفيز المستثمرين للاكتتاب في اسهمها لزيادة رأسمالها وتوسيع اعمالها.

2- السندات (Bonds): تمثل مصدراً آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في الأسواق سواء أكانت الأسواق المنظمة (البورصة) أم الأسواق غير المنظمة. وتمثل السندات التزامات مالية أو ديون على المقرض يتمتع حاملها (المقرض) بضمان مالي كامل على أصول الشركة المقرضة على وفق القانون. وتتميز السندات بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية (الاسهم).

¹³ شعبان محمد اسلام البرواري - بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية - دمشق - سوريا - دار الفكر - ط1 - 2002 - ص29.

¹⁴ منير ابراهيم هندي - ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الاوراق المالية وصناديق الاستثمار - المكتب العربي الحديث - الاسكندرية - 2003 - ص37.

3- الأوراق المالية القابلة للتحويل: وهي الاسهم الممتازة والسندات التي يمكن تحويلها إلى اسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك ، وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء بهدف اجبار حاملها على تحويلها إلى اسهم عادية وذلك عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء.

خامساً. تأثير سوق الأوراق المالية في الادخار: هناك تأثيرات مهمة لأوراق الأوراق المالية في الادخار يمكن بيانها كما يأتي:

1- تأثير السوق في الحجم الكلي للمدخرات:

ينجم تأثير سوق الأوراق المالية من خلال الميل للادخار وذلك عند توافر عدد من الخيارات الاستثمارية لوحدات الفائض (المدخرين) لتوليد أصول مالية أكبر تكون أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التي توفرها السوق ، مع المحافظة على تفضيلاتها ، وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الاستثمار ، فضلاً عن فرص تنويع حافظة الأصول المالية في الأسواق المختلفة¹⁵.

2- تأثير السوق في التخصيص الكفاء للمدخرات:

إن حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر في نمو سوق الأوراق المالية، والتي ترتبط إلى حد كبير بمستوى النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن تنمية هذه السوق يرتبط بالوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية. إذ إن وجود سوق أوراق مالية كفاء يساعد في زيادة معدلات، من خلال الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وبقية أشكال الأدوات المالية ، مما يزيد من معدل الادخار ، ويمكن تخصيصه نحو أنشطة الاستثمار المختلفة . وبالمقابل فإن عدم وجود سوق أوراق مالية فعالة سيؤدي إلى خسائر عدم التخصيص تتمثل بعدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال ، بحيث تكون إنتاجيته الحدية أكبر ، كما سيخفف من تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال¹⁶.

¹⁵ سليمان المنذري - البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية - كتاب الأهرام الاقتصادي - العدد (96) - يناير 1996 - ص 15-18.

¹⁶ المصدر نفسه - ص 18-20

3- تأثير السوق في الحجم الكلي للاستثمار:

إن وجود نظام مالي كفاء يمكن أن يعزز حجم الاستثمار الكلي ، ويحسن من مستوى تخصيصه ، وذلك من خلال الزيادة الكبيرة في الحجم ، استناداً لنوعين من المؤشرات هما أثر التكلفة وأثر الإمكانية ، إذ إن تنمية سوق أوراق مالية كفاء سيؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال ، بما في ذلك الأثر النفسي الذي يحدثه ، إلى الحدود التي يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة السوق المالية تؤدي إلى تخصيص أكثر كفاءة للموارد ، وزيادة في معدل العائد الذي تدره¹⁷.

المحور الثاني □ واقع سوق عمان للأوراق المالية خلال المدة (2000- 2013): أولاً- نشأة سوق الأوراق المالية في الأردن وتطورها:

خلال عامي 1975 و 1976 قام البنك المركزي الأردني وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة تبين منها أن حجم الاقتصاد الأردني ومدى مساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء سوق للأوراق المالية . وقد أدى ذلك إلى اصدار القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 ، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي، وتشكيل لجنة لإدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وقد باشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشرت السوق أعمالها بتاريخ 1/1/1978¹⁸.

لقد حدد القانون آنذاك أهداف السوق بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، فضلاً عن توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ولتحقيق تلك الأهداف أوكل للسوق القيام بدورين أساسيين الأول دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال ، والثاني الدور التقليدي لسوق للأوراق المالية. ومنذ أواخر الثمانينيات من القرن الماضي وفي إطار برامج الإصلاح التي تبناها الأردن وتماشياً مع التطورات التي شهدتها أسواق المال العالمية فقد بدأت رحلة

¹⁷ المصدر نفس- ص 20 - 22هـ

¹⁸ سوق عمان للأوراق المالية - www.ase.com.jo

جديدة نهاية التسعينيات تمثلت ببرنامج شامل لإصلاح سوق عمان للأوراق المالية وتطويرها تركز في مكونات ثلاثة هي 19:

1- الإطار القانوني: صدر قانون الأوراق المالية (23) لعام 1997 وبموجبه تأسست سوق الأوراق المالية الأردنية في 11 مارس 1999 . وقد تضمن القانون إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال، من خلال فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ، ونتيجة لذلك تم إنشاء هيئة الأوراق المالية ، وإنشاء سوق الأوراق المالية ومركز لايداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين ، وقد تعززت عملية إعادة الهيكلة بصدور قانون الأوراق المالية رقم (76) عام 2002.

2- الإطار المؤسسي (التنظيمي): يتكون الهيكل المنظم لعمل السوق من:

أ- هيئة الأوراق المالية: تتمتع هذه الهيئة بالشخصية الاعتبارية ذات الإستقلالية المالية والإدارية وتهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية والإشراف عليه . وقد سمح قانون الأوراق المالية لعام 2002 بإنشاء أسواق (بورصات) أخرى إلى جانب سوق عمان ، ومنح هذه الهيئة العديد من الصلاحيات الإضافية لتعزيز الرقابة. كما حددت المادة الثامنة من القانون (76) أهداف هذه الهيئة والمتعلقة أساسا بحماية المستثمرين وتنظيم السوق بالشكل الذي يحقق الكفاءة والعدالة والشفافية²⁰.

ب- بورصة عمان: هي سوق عمان المالي سابقا ، وقد انشأت إستنادا إلى المادة (65) من القانون 76 عام 2002 ، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية ذات الإستقلالية المالية والإدارية ولها بذلك ممارسة جميع التصرفات القانونية وحق التقاضي، والخضوع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية . وتدار من خلال مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي لمتابعة الأعمال اليومية التي تتضمن وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان شفافية عمليات التداول بالتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، وفرض عقوبات تأديبية على المخالفين للقوانين والتنظيمات والتعليمات. وكذلك تنظيم عمليات الاكتتاب والتداول في السوقيين الأولية والثانوية²¹.

¹⁹ المصدر نفسه - www.ase.com.jo

²⁰ حسين عبد المطلب الأسرج- تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) - www.gdnet.org

²¹ المصدر نفسه - www.gdnet.org

الاطار الفني (التشغيلي): تم انشاء مركز إيداع الأوراق المالية في مارس (آذار) عام 1999 ليتولى مهمة تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية والقيام بعمليات التسوية والمقاصة بين الوسطاء، فضلاً عن تهيئة المناخ الملائم للإستثمار المالي وتخفيض تكاليفه.

وقد إستكملت سوق الأوراق المالية الأردنية نظام شبكة المعلومات الداخلية لكافة الوسطاء المتعاملين فيها حيث وفرت هذه الشبكة المعلومات وسبل الإتصال بالسوق ومنحت نظام التداول الإلكتروني مرونة وشفافية كبيرة في تنفيذ الصفقات، كما تم ربط هذا النظام بوكالة الأنباء العالمية (الرويترز) ما يوفر نقل المعلومات فوراً²².

لقد أدت تلك التشريعات والإجراءات المؤسسية إلى تطور نشاط السوق الأولية (سوق الإصدار) بشكل كبير، ومن ثم السوق الثانوية (سوق التداول) التي تميزت بالمقومات الآتية:

1- تنوع الأوراق المالية المتداولة في السوق: تم إطلاق حرية الشركات في إصدار أوراق مالية طبقاً لاحتياجاتها، وإيجاد أدوات مالية جديدة مثل الأسهم بأنواعها المختلفة والسندات وصكوك التمويل، مع إمكانية إصدار أية أوراق مالية جديدة على وفق تطور السوق واحتياجات المستثمرين²³.

2- زيادة اعداد المؤسسات العاملة في مجال الخدمات المالية: تم انشاء شركات تهتم بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات إدارة صناديق الإستثمار، وشركة المقاصة والتسوية لإجراء عمليات المقاصة بالأوراق المالية، وعمليات نقل ملكية الأوراق المالية وحفظها، وشركات ترويج وتغطية الاكتتاب بالأوراق المالية لتلقي الاكتتابات وتغطيتها والترويج لها²⁴.

3- الإفصاح وتوافر المعلومات: تمثلت بتقديم تقارير ربع سنوية عن نشاطاتها وإعداد الميزانية والقوائم المالية الأخرى طبقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية، ومعايير المحاسبة الأردنية المتوافقة مع معايير المحاسبة الدولية، الأمر الذي دعم انفتاح السوق الأردنية على العالم الخارجي وزاد من تدفق الإستثمارات الدولية للإستثمار في السوق الأردنية²⁵.

²² سوق عمان للأوراق المالية - مصدر سبق ذكره - www.ase.com.jo

²³ الاسكوا . تقييم برامج الخصخصة في منطقة الاسكوا - الأمم المتحدة - نيويورك -2001- ص52.

²⁴ المصدر نفسه - ص53.

²⁵ حسين عبد المطلب الأسرج - مصدر سبق ذكره - www.gdnet.org.

ثانياً- خصائص سوق عمان للأوراق المالية: لا تختلف سوق الأوراق المالية الأردنية في خصائصها كثيراً عن خصائص بقية الأسواق في الدول الخليجية والعربية الأخرى ، على الرغم من إجراءات التطوير التي شهدتها تلك السوق ، وتتمثل أهمها فيما يأتي²⁶:

1- صغر حجم السوق: على الرغم من الطفرات الكبيرة التي شهدتها سوق الأوراق المالية الأردنية إلا أنها مازالت تتسم بتواضع الإصدارات الجديدة ، إلى جانب ضآلة حجم المعاملات. ويمكن إرجاع ذلك لأسباب عدة أهمها²⁷:

أ- سيادة نمط الشركات العائلية (المغلقة): الأمر الذي ترتب عليه تواضع حجم الأوراق المالية المعروضة والتي يمكن تداول بين المتعاملين في السوق.

ب- اعتماد الحكومة على الجهاز المصرفي في تمويل احتياجاتها المالية بدرجة أكبر من سوق الأوراق المالية ، وذلك إما عن طريق الاقتراض منها أو بإصدار أوراق مالية حكومية غير مقيدة في السوق يتم تداول في سوق النقد ، وتقتصر حيازتها على المصارف وشركات التأمين ، مما ساهم بقدر مباشر في ضآلة المعروض من الأوراق المالية الحكومية أمام قطاع كبير من المتعاملين في السوق.

ج- التقلبات المفاجئة بالأسعار: وهي أبرز سمات الأسواق المالية سواء المتقدمة أو الناشئة والتي تؤدي إلى إثارة مخاوف المستثمرين وتعرضهم للخسائر.

2- عدم تنوع الأدوات المالية المتداولة داخل السوق ومحدودية الاهتمام بعمليات الابتكار وتطوير الخدمات المالية.

3- انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات: ويرجع ذلك لأسباب عدة منها²⁸:

4- عمومية البيانات والمعلومات التي تنشر عن الشركات المدرجة في السوق، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المتعاملين في السوق لاسيما صغار المدخرين والمستثمرين ، وبالتالي صعوبة وصولهم لقرار شراء أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها تلك الشركات.

26 بن دحان الياس الازهر - دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي - dspace.univ-biskra.dz

27 عماد صالح سلام - ادارة الازمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة- ابو ظبي - 2002 - ص279.

28 وسام ملاك - البورصات والاسواق المالية - دار المنهل اللبناني- مكتبة رأس المنبع- لبنان - 2003 - ص89.

- أ- عدم توافر مؤسسات أو مكاتب استشارية متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية على وفق أسس موضوعية.
- ب- ضعف الثقة بالسوق بسبب ضعف الوعي الاستثماري بأهمية الأوراق المالية (أسهم أو سندات) بين المدخرين (المستثمرين في سوق الأوراق المالية). فضلاً عن انخفاض معدلات الدخول الفردية من جهة وانخفاض ما يخصص منها للائحة والاستثمار من جهة أخرى.
- 5- عدم وجود المؤسسات صانعة السوق وهي المؤسسات التي تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ، لمنع حدوث الارتفاع العشوائي أو الانخفاض الحاد في الأسعار بدون مبرر اقتصادي ، وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق نتيجة قيامها بالتعامل بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات استناداً إلى معرفتها بأحوال السوق ورغبات المستثمرين.
- 6- محدودية دور المحافظ الاستثمارية في المصارف التجارية إذ تشكل القروض المصرفية النسبة الأكبر من موجودات المصارف التجارية . كما ان نسبة استثمارات المصارف بالأوراق المالية إلى إجمالي المراكز المالية تعد منخفضة جداً إذا ما قورنت بنسب استثمارات هذه المصارف في مجالات أخرى مثل الاستثمار بالإقراض والخصم.
- 7- القصور التشريعي والمؤسسي إذ على الرغم من إجراءات الإصلاح التي شهدتها سوق الأوراق المالية الأردنية إلا أنها مازالت تحتاج إلى إستكمال أطرها القانونية والتشريعية المنظمة لإصدار وتداول الأوراق المالية.
- 8- ضعف نشاط السوق الأولية: تتسم السوق الأولية الأردنية بتذبذب إصداراتها وضآلة أحجامها ويعود ذلك لاسباب عدة منها²⁹:
- أ- حداثة إنشاء سوق الأوراق المالية في الأردن إذ ظهرت بشكلها القانوني المنظم نهايات التسعينيات من القرن الماضي.
- ب- ضعف الوعي الاستثماري بأهمية الأوراق المالية لدى المستثمرين واعتمادهم بشكل كبير على المصادر التقليدية (القروض) في تمويل إحتياجاتهم ، فضلاً عن عدم رغبتهم في

29 محمود محمد الداغر - الاسواق المالية مؤسسات اوراق بورصات - دار الشروق للنشر والتوزيع - الاردن - 2005 - ص280.

فقدان السيطرة الكاملة على شركاتهم وفي عدم الخضوع لرقابة السلطات والإلتزام بقواعد الشفافية والإفصاح.

ج- انخفاض ربحية الأدوات الإستثمارية نتيجة ضعف الشركات المصدرة لهذه الأدوات وضعف كفاءة العاملين في هذا المجال من (وسطاء، سماسرة، صناع السوق).

د- ضعف القاعدة الاستثمارية وصغر حجمها فضلاً عن عدم انتشار الشركات المساهمة بشكل واسع.

هـ- تبعية الاقتصاد الأردني لاقتصادات الدول المتقدمة وخضوعها للتقلبات التي تواجهها تلك الاقتصادات والتي تنعكس في عدم إستقرار المتغيرات الإقتصادية الكلية.

و- وجود بدائل استثمارية ذات مردودية أعلى ومخاطر أقل من خلال الإستثمار في الأسواق المالية الدولية.

ثالثاً- تحليل أداء السوقين الأولية والثانوية في الأردن خلال المدة (2000-2013):

يمكن تحليل أداء السوقين من خلال مؤشرات تعكس التطورات الكمية الحاصلة فيهما خلال مدة زمنية معينة نتيجة التأثيرات الاقتصادية والمالية والنقدية الداخلية والخارجية ، فضلاً عن مدى تأثير إصلاح البنية التشريعية والتنظيمية والفنية . وسيتم هنا استعراض تلك التطورات استناداً لعدد من المؤشرات المرتبطة بتطور السوق خلال المدة (2000-2013) وكما يأتي:

1- السوق الأولية سوق الاصدار:

أ- عدد الشركات المدرجة: يمثل عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية أحد مؤشرات حجم السوق كونه يبين مدى مساهمة السوق الأولية في تعبئة المدخرات من خلال تمويل الشركات وبالتالي دورها في تمويل الاقتصاد. وقد تزايد عدد الشركات المدرجة في السوق، كما يبين الجدول (2) في الملحق ، من (163) شركة عام 2000 ليصل أعلى مستوى له عام 2010 إلى (277) شركة على الرغم من تراجعها بشكل محدود خلال السنتين 2001 و 2002 . وتأتي هذه الزيادة نتيجة إصدار القانون رقم (23) عام 1997 ودخوله حيز التنفيذ في مارس 1999 والذي أدى إلى تحسين المناخ الاستثماري وتنوع الفرص الاستثمارية أمام المستثمرين وبالتالي

توسيع القاعدة الاستثمارية. إلا أن عدد الشركات بدأ بالتراجع بشكل كبير بعد عام 2011 ليصل عام 2013 إلى (240) شركة بسبب تأثيرات أزمة الرهن العقاري.

ب- الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات:

يشير الجدول (2) إلى ارتفاع مستمرة في قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات من (255.37) مليون دينار عام 2000 إلى (6237.53) مليون دينار عام 2012 على الرغم من الانخفاضات الطفيفة خلال السنوات 2002 و 2007 و 2011، لتنخفض إلى (5800.87) مليون دينار عام 2013. وتعزى تلك التغيرات في حجم الإصدارات الجديدة إلى التغيرات في إدراج الشركات في السوق خلال تلك السنوات.

2. السوق الثانوية (سوق التداول):

حجم التداول:

هو أحد مؤشرات نشاط السوق ويتمثل بعدد الأسهم التي تم تداول في السوق الثانوية خلال مدة سنة. وقد ارتفع حجم التداول بشكل مستمر من (178.37) مليون سهم عام 2000، وتضاعف خلال السنوات اللاحقة إلى أن بلغ أقصى مستوى له (6988.86) مليون سهم عام 2010. ومنذ عام 2011 بدأ حجم التداول بالتراجع بشكل كبير ليصل إلى (2705.80) مليون سهم عام 2013. وتعود الزيادة في حجم التداول إلى تزايد حجم المدخرات وتزايد السيولة النقدية لدى المتعاملين في السوق أفراداً ومؤسسات الذي شجع على التداول وارتفاع نشاط السوق.

أ- قيمة التداول:

أحد المؤشرات المهمة لبيان تطور أداء سوق الأوراق المالية من خلال السوق الثانوية ويرتبط بمؤشر حجم التداول. وتتمثل بقيمة الأسهم التي تم تداول في السوق الثانوية بمختلف الاسعار خلال السنة. وهو يعكس اتساع السوق ونشاطها فضلاً عن ارتباطه طردياً بمؤشر معدل الدوران الذي يعكس سيولة السوق.

ويوضح الجدول (2) تزايد قيمة التداول بشكل مستمر بعد تنفيذ قانون رقم (23) لسنة 1997 من (334.73) مليون دينار عام 2000 وارتفعت بشكل كبير خلال السنوات اللاحقة لتبلغ (20318.01) مليون دينار عام 2008، على الرغم من انخفاضها بشكل محدود إلى

(14209.87) مليون دينار عام 2006 و(12348.10) مليون دينار عام 2007. ومنذ عام 2009 وبسبب تأثيرات أزمة الرهن العقاري بدأت قيمة التداول بالانخفاض بشكل كبير لتصل إلى (3027.26) مليون دينار عام 2013.

ج- رأس المال السوقي:

هو مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة* (المكتتب بها) في سوق الأوراق المالية والذي يتأثر بتغيرات أسعار الأسهم المتداولة التي يعكسها مؤشر السوق مما يعني ارتباط رأس المال السوقي بنشاط التداول في السوق. وقد ارتفع إجمالي رأس المال السوقي في السوق الثانوية بشكل كبير كما يشير الجدول (2). ففي عام 2000 بلغ نحو (3509.64) مليون دينار ثم بدأ بالتزايد خلال السنوات اللاحقة حتى بلغ أقصى مستوى له (29214.20) مليون دينار عام 2007، على الرغم من تراجعته إلى (21078.24) مليون دينار عام 2006، إلا أنه بدأ بالتراجع تدريجياً من جديد منذ عام 2008 بسبب تأثيرات الأزمة المالية حتى بلغ (18233.49) مليون دينار عام 2013. وترتبط التغيرات في قيمة رأس المال السوقي عادة بنشاط تداول الأسهم والسندات في السوق.

د- معدل الدوران

يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق. وهو أحد مؤشرات نشاط السوق كونه مؤشر مستوى نشاط التداول في السوق من خلال عدد الصفقات وقيمتها ويتكامل مع مؤشر نسبة رأس مال السوق* خلال مدة معينة في تحديد نشاط السوق ومستوى السيولة فيها. فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة في آن واحد، فهي صغيرة بسبب انخفاض نسبة رأس مال السوق، ونشطة بسبب ارتفاع معدل الدوران³⁰. ويتضح من الجدول (2) تصاعد معدل الدوران بشكل ملحوظ من (9.54%) عام 2000 إلى (79.97%) عام 2008 على الرغم من انخفاضه إلى (42.27%) عام 2007. ليبدأ بعدها بالتراجع وبشكل مستمر ليصل (16.60%) عام 2013.

* القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها تمثل عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية المدة.

* نسبة رأس مال السوق : هي نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

³⁰ د. عاطف وليم اندراوس - السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق - مؤسسة شباب الجامعة - الإسكندرية

2005 - ص 95.

هـ - تطور الحجم النسبي للسوق الثانوية خلال المدة (2000- 2013):

يمكن بيان تطور الحجم النسبي للسوق الثانوية من خلال:

- نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة رأس مال السوق):

أحد مؤشرات حجم السوق وتمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتقاس عمق القيمة السوقية في الاقتصاد الوطني ، إذ يستند استعمال هذا المؤشر، من الناحية الاقتصادية، إلى افتراض أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً أو سلباً بقدرته على حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات متنوعة المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي³¹.

وقد ارتفعت نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملموس بعد عام 2000 من (58.5%) لتصل إلى (298.79%) عام 2005 وهو اقصى ارتفاع لها بسبب تزايد اعداد الشركات المدرجة وتزايد نشاط التداول في السوق. ومنذ العام 2006 بدأت النسبة بالتراجع بشكل كبير حتى بلغت (67.44%) عام 2013 ويعود ذلك إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدل اكبر من معدل نمو القيمة السوقية، فضلاً عن التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري بعد عام 2009.

▪ نسبة رأس المال السوقي إلى السيولة المحلية:

أخذت هذه النسبة المنحى نفسه لنسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي. فقد ارتفعت من (47.20%) عام 2000 إلى (215.68%) عام 2005. وفي العام 2006 بدأت النسبة بالتراجع بشكل كبير حتى بلغت (66.64%) عام 2013 ويعود ذلك إلى نمو السيولة المحلية بمعدل اكبر من معدل نمو القيمة السوقية فضلاً عن التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري.

المحور الثالث- التقييم الاقتصادي لأداء السوقين الأولية والثانوية في الأردن خلال المدة (2000- 2013):

هناك مؤشرات عدة يتم استعمالها في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية تتسم بأنها تغطي جوانب التعدد في مفهوم التطور في السوق من جانب ، وتستند إلى خصائص حجم السوق وسيولته ونشاطه من جانب آخر ، مع الأخذ بنظر الاعتبار انه لا يمكن الاستناد لمعيار واحد أو عدد محدود من المعايير بسبب أوجه القصور الموجودة في كل معيار، فضلاً عن إن مجموعة المعايير يمكن أن توضح العلاقة بين تطور السوق والتطور الاقتصادي . وهنا سيتم استعمال مؤشرات رئيسة في تقييم أداء السوقين الأولية والثانوية وكما يأتي:

أولاً: تقييم السوق الأولية في الأردن خلال المدة (2000- 2013): يمكن تقييم السوق الأولية من خلال المؤشرات الآتية:

1- نسبة الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الإجمالي: كانت نسبة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال المدة (2000-2013) متواضعة إذ يشير الجدول (3) إلى ان متوسط هذه النسبة بلغ بحدود (18.46%)، فيما بلغت أعلى نسبة بحدود (30.99%) عام 2006 ، وقد أخذت هذه النسبة اتجاهاً تنازلياً خلال السنوات اللاحقة إلى أن بلغت (24.32%) عام 2013 . مما يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات المطروحة فيها ، أي تدني نسبة المدخرات الموجهة إلى السوق الأولية لاستثمارها بالأوراق المالية ، وانخفاض قدرة الأدوات المالية المطروحة في هذه السوق على جذب المدخرات المتاحة.

2- نسبة الإصدارات الجديدة إلى الادخار المحلي الإجمالي: يشير هذا المؤشر إلى مدى مساهمة السوق الأولية في جذب المدخرات المحلية . ويلاحظ من الجدول (3) ارتفاع نسبة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات إلى الادخار المحلي الإجمالي من (37.17%) عام 2000 حتى بلغت أعلى مستوى لها عام 2007 بحدود (471.21%). وقد أخذت هذه النسبة بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً خلال السنوات اللاحقة لتصل (139.24%) عام 2013.

مما تقدم فإن نسبة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات إلى الادخار المحلي الإجمالي خلال المدة (2000-2007) كانت عالية بسبب تزايد نشاط السوق الذي دفع بالمدخرين للأكتتاب بالأسهم والسندات المصدرة في السوق . فيما كانت النسبة خلال المدة (2008-2013) ضعيفة وغير ثابتة ، مما يعني إتجاه المدخرين نحو مجالات إدخارية أخرى أكثر أمناً بالنسبة لهم ، ويتطلب ذلك سرعة الاستجابة لتنشيط سوق الإصدار وتنويع الأدوات والمؤسسات التي تعمل على زيادة فاعليتها في تأدية دورها في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي.

3- نسبة الإصدارات الجديدة إلى الاستثمار الثابت الإجمالي:

يشير الجدول (3) إلى أن نسبة مساهمة السوق الأولية في تمويل الاستثمارات خلال المدة (2000-2013) كانت متوسطة إذ بلغت في المتوسط (68.55%). فقد ارتفعت من (19.04%) عام 2000 حتى بلغت ذروتها (109.36%) عام 2006 . إلا أنه يلاحظ أنها أخذت اتجاهاً تنازلياً لتصل (88.07%) عام 2013 على الرغم من تحسن هذه النسبة خلال عام 2012 وبلغها (111.05%). ويعد ذلك مؤشراً على استمرار ضعف السوق الأولية في المساهمة بتمويل الاستثمارات الجديدة.

4- نسبة الإصدارات الجديدة إلى الودائع طويلة الأجل في الجهاز المصرفي:

يمثل هذا المؤشر أحد مقاييس كفاءة سوق الأوراق المالية*، وهو يشير إلى قدرة السوق على تعبئة المدخرات وإعادة توجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل. ويلاحظ في الجدول (1) أن حجم الودائع طويلة الأجل (الودائع الادخارية غير الجارية) في الجهاز المصرفي يفوق كثيراً حجم الودائع الجارية ، مما يعنى وجود طاقة ادخارية كامنة يمكن توجيهها من خلال السوق الأولية نحو الاستثمارات طويلة الأجل.

ويشير الجدول (3) إلى أن نسبة إجمالي الإصدارات الجديدة إلى إجمالي الودائع الادخارية غير الجارية (طويلة الأجل) قد ارتفعت من (4.17%) عام 2000 إلى (32.20) عام 2006. ثم

* تعني كفاءة سوق الأوراق المالية بأن الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس واقع الأوراق المالية من حيث قوتها أو ضعفها ، ومن ثم يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح أو عوائد غير عادلة أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار مغال فيها ، مما ينتج عنه تحقيق عوائد منخفضة بدرجة غير عادلة. للمزيد راجع:
د. هوشيار معروف - الاستثمارات والأسواق المالية - الطبعة الأولى - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان - 2003 - ص 82.

بدأت هذه النسبة بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً حتى بلغت (35.61%) عام 2012 ثم تراجعت إلى (29.97%) عام 2013.

ان هذه النسب تشير إلى وجود قدر كبير من المدخرات طويلة الأجل تراكمت خلال سنوات لدى المصارف التجارية في مقابل عدم وجود فرص استثمارية لمشاريع إنتاجية يمكن ان تستوعبها من خلال السوق، ويتطلب ذلك دراسة السبل الممكنة لكي يعاد توظيف هذه المدخرات سنوياً بشكل أوراق مالية من خلال السوق الأولية ، إذ ان تذبذبات النسبة تعني ان السوق الأولية الأردنية لاتمتلك الطاقة الاستيعابية الكافية لاجتذاب قدر أكبر من هذه الودائع طويلة الأجل ، لإعادة توظيفها من خلال الأوراق المالية في مجالات الاستثمار طويلة الأجل.

ثانياً: تقييم السوق الثانوية في الأردن خلال المدة 2000-2013

تمثل السوق الأولية بداية حركة الاستثمار المالي ، إلا أنها لا توفر السيولة النقدية للأوراق المالية التي يمتلكها المستثمرين ، مما يتطلب تخصيص نسبة عالية من المدخرات لاستثمارها بالأوراق المالية طويلة الأجل في السوق الثانوية لتيسير تداول الأوراق المالية وتجاوز صعوبات التصرف بها وسيتم هنا تقويم السوق الثانوية في الأردن من خلال المؤشرات الآتية:

نسبة اجمالي قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة قيمة التداول): هي قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات (التبادل الفعلي للأسهم) في السوق الثانوية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي ، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد ، فضلاً عن انها تكمل نسبة رأس مال السوق ، فقد تكون نسبة رأس مال السوق مرتفعة ، الا ان حركة التداول ضعيفة (السيولة) في السوق.

يشير الجدول (4) إلى تصاعد نسبة قيمة التداول بين الاعوام (2000 – 2005) من (5.58%) إلى (189.03%) . وبسبب تأثيرات ازمة الرهن العقاري عام 2009 تراجعت نسبة التداول بشكل مستمر إلى ان بلغت (12.69) عام 2013.

ان ارتفاع نسبة قيمة التداول يعني ان هناك تفضيلاً متزايداً للاستثمار في سوق التداول وتنامي قدرتها على اجتذاب المدخرات خلال المدة فيما تنخفض هذه المقدرة عند انخفاض هذه النسبة.

ومن جانب آخر فإن مؤشر نسبة التداول يتكامل مع معدل الدوران فكلاهما يمثل مؤشراً للسيولة ، إذ توضح نسبة التداول حجم المعاملات في السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، في حين يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. ويلاحظ تناسق التغيرات في مؤشري السيولة. فقد أخذ التطور في معدل الدوران اتجاه التطور في نسبة التداول نفسها، إذ بدأت النسبتين بالارتفاع منذ عام 2000 وإلى عام 2005 ، وانخفضتا خلال الاعوام (2006-2013).

1- نسبة إجمالي قيمة التداول إلى الادخار المحلي الإجمالي:

تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة سوق التداول على جذب المدخرات المحلية. ويشير الجدول (4) إلى أن النسبة أخذت اتجاهها تصاعدياً خلال السنوات (2000 - 2005) من (48.72%) إلى (3288.70%) ويعود ذلك إلى نمو قيمة التداول بمعدل أعلى من نمو الادخار المحلي الإجمالي. إلا أنها أخذت بالانخفاض لتصل أدنى مستوى لها (72.67%) عام 2013. ان ارتفاع النسبة يعني زيادة قدرة سوق التداول على جذب المدخرات ، كما أن انخفاضها يعني تفضيل المدخرين توظيف أموالهم بشكل ودائع في البنوك دون استثمارها في السوق الثانوية ، الأمر الذي يعني وجود تحول عن الاستثمار في السوق نحو مجالات استثمار أخرى، ويتضح ذلك عند مقارنة نسبة قيمة التداول في السوق بإجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي.

2- نسبة إجمالي قيمة التداول إلى إجمالي الودائع السنوية بالجهاز المصرفي:

تعكس هذه النسبة مدى إقبال المستثمرين (الأفراد والشركات) على استثمار الأموال بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) مقارنة بالإيداعات في الجهاز المصرفي . إذ بلغ متوسط نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الودائع السنوية في الجهاز المصرفي (21.62%) وهي نسبة ضعيفة. ويوضح الجدول (4) ارتفاع هذه النسبة من (4.17%) عام 2000 إلى نحو (32.20%) عام 2006 مما يعني تقلص الفارق بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار بالأوراق المالية من خلال التداول في السوق الثانوية ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع في الجهاز المصرفي. إلا أن تلك النسبة بدأت بالتراجع وبشكل متذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً حتى بلغت (29.97%) عام 2013 مما يعني تحول الأفراد والشركات نحو ايداع الأموال في مؤسسات الجهاز المصرفي.

الاستنتاجات:

- 1- على الرغم من إجراءات الإصلاح التي شهدتها سوق الأوراق المالية الأردنية إلا أنها لاتزال بعيدة عن أداء الدور المنوط بها بسبب الخصائص التي مازالت تتسم بها والتي تمثل عوائق تحول دون ذلك.
- 2- ضعف سيولة سوق الأوراق المالية الأردنية فقد بلغ اعلى معدل دوران للأسهم خلال مدة الدراسة (33.18%) .
- 3- ضعف حجم السوق الأولية بسبب محدودية انواع الأوراق المالية التي تتعامل بها. فقد بلغ متوسط نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الاجمالي (18.46%)
- 3- ضعف نسبة مساهمة السوق الأولية بتمويل الاستثمارات فقد بلغ متوسط نسبة قيمة الاصدارات الأولية إلى قيمة رأس المال الثابت (68.55%) بسبب لجوء الوحدات الاقتصادية إلى السوق النقدية لتوفير التمويل اللازم لها بدلاً من طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام. فضلاً عن تفضيل القطاع الخاص لإنشاء الشركات المساهمة العائلية.
- 4- محدودية الطاقة الإدخارية الكامنة التي يمكن توظيفها من خلال السوق الأولية نحو الاستثمارات طويلة الأجل . إذ بلغ متوسط نسبة الاصدارات الأولية إلى الودائع طويلة الأجل في الجهاز المصرفي خلال مدة الدراسة نحو (21.62%) مما يعني ضعف الطاقة النسبية للسوق الأولية وعدم قدرتها على جذب قدرأ أكبر من الودائع.
- 5- ضعف الطاقة الاستيعابية النسبية للسوق الثانوية . فقد اظهر مؤشر الطاقة الاستيعابية النسبية للسوق الثانوية (نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الاجمالي) ان متوسط نسبة قيمة التداول خلال مدة الدراسة كانت (56.09%) من الناتج المحلي الإجمالي. ،
- 6- وجود فجوة كبيرة بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار بالأوراق المالية في السوق الثانوية ، وحجم الأموال المستخدمة كودائع في الجهاز المصرفي خلال مدة الدراسة. فقد بلغ متوسط نسبة قيمة التداول السنوي إلى إجمالي الودائع السنوية (44.91%) وهو مايعكس ضعف إقبال الأفراد والمنشآت على استثمار أموالهم في السوق وتوجههم نحو الأوعية الادخارية المصرفية ، بسبب المزايا والعوائد التي تمنحها عند توظيف الأموال.

المقترحات:

- في ضوء الدراسة والتحليل والنتائج التي توصل اليها البحث من الملائم طرح عدد من المقترحات لتنشيط سوق الأوراق المالية:
- 1- تحفيز المستثمرين للاستثمار (الاكتتاب) في السوق الأولية باسهم الشركات المساهمة العامة من خلال منح المزايا والإعفاءات الضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، ووضع حدود قصوى للملكية وتبسيط إجراءات تحويل عوائد الاسهم إلى الخارج.
 - 2- تطوير الإعلام الاقتصادي بأهمية سوق الأوراق المالية في المجتمع وتعميق الوعي الإستثماري والادخاري لدى الأفراد وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار بالأوراق المالية.
 - 3- تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال التنسيق بين السياسات المؤثرة فيها والتي تضطلع بتعبئة المدخرات (سياسة الاستثمار والسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة الدين العام والسياسة السعيرية) ، بهدف زيادة عرض الأوراق المالية وتنشيط الطلب عليها وتقوية الرغبة لدى الأفراد بأهمية الادخار والاستثمار بالأوراق المالية ، إذ إن حجم المدخرات يعد من أهم العوامل التي تؤثر في نمو السوق ، ولا يمكن تنميتها بمعزل عن السياسات الاقتصادية الأخرى.
 - 4- العمل على زيادة السيولة من خلال رفع كفاءة السوق لتوفير السيولة للمستثمرين في الوقت المناسب وتسهيل اقراض الأفراد والشركات بضمان الأوراق المالية والاستمرار وإنشاء صناديق الاستثمار ، وإيجاد طبقة جديدة من صغار المدخرين.
 - 5- زيادة الادوات الاستثمارية وتنويعها في السوق لتنشيطها وزيادة فاعليتها في حشد المدخرات بإيجاد أوراق مالية جديدة نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين والمدخرين وادخال أنواع من المشتقات المالية مثل عقود الخيار والمستقبلات بهدف زيادة حجم ونشاط وكفاءة السوق ، وذلك بسبب سيادة تيار العولمة الاقتصادية وانفتاح أسواق الاستثمار بما يحقق أقصى منفعة من الاستثمار.

6- تنظيم سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها لتصبح أكثر مرونة، ويسهل فيها تحويل الأموال المدخرة إلى أموال تستثمر في مشروعات قائمة أو جديدة ، كذلك يسهل تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

جدول (1) المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الأردني للمدة (2000 – 2013) (مليون دينار)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي	الادخار المحلي الإجمالي	الاستثمار الثابت الإجمالي	اجمالي الودائع الجارية	اجمالي الودائع غير الجارية	اجمالي الودائع السنوية	اجمالي السيولة المحلية
2000	5999	687	1341	1314	6121	7435	7435
2001	6364	622	1340	1529	6337	7866	7866
2002	6794	993	1365	1920	6499	8419	8419
2003	7229	1590	1507	2339	7127	9466	9466
2004	8091	1408	2216	3244	7327	10571	10571
2005	8925	513	3048	3674	8690	12364	12364
2006	10675	798	3025	3835	10275	14110	14110
2007	12131	476	3672	4002	11605	15607	15607
2008	15593	1951	4662	4512	12710	17222	18304
2009	16912	2240	4448	5307	13549	18856	20013
2010	18762	2996	4841	5971	14956	20927	22307
2011	20477	2575	5328	6877	15667	22544	24119
2012	21966	1629	5617	7453	17517	24970	24945
2013	23852	4166	6587	8238	19355	27593	27363
المتوسط	13126.4	1617.4	3499.8	4301.1	11266.8	15567.9	15920.6

المصدر: المملكة الأردنية الهاشمية - دائرة الإحصاءات العامة - <http://www.dos.gov.jo>

جدول (2) مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية للمدة (2000 – 2013) (مليون دينار)

السنة	قيمة الإصدارات الجديدة	عدد الشركات المدرجة	حجم التداول (مليون سهم)	اجمالي قيمة التداول	رأس المال السوقي	معدل الدوران * (%)	رأس المال السوقي/ GDP * (%)	رأس المال السوقي/ السيولة المحلية * (%)
2000	255.37	163	178.37	334.73	3509.64	9.54	58.50	47.20
2001	344.23	161	335.55	668.65	4476.37	14.94	70.34	56.91
2002	305.89	158	455.82	950.27	5028.95	18.90	74.02	59.73
2003	613.62	161	1008.57	1855.18	7772.75	23.87	107.52	82.11
2004	759.47	192	1338.70	3793.25	13033.83	29.10	161.09	123.30
2005	1563.43	201	2581.74	16871.05	26667.10	63.27	298.79	215.68
2006	3308.29	227	4104.29	14209.87	21078.24	67.41	197.45	149.39
2007	2242.97	245	4479.37	12348.10	29214.20	42.27	240.82	187.19
2008	4078.91	262	5442.27	20318.01	25406.27	79.97	162.93	138.80
2009	4798.57	272	6022.47	9665.31	22526.92	42.91	133.20	112.56
2010	5122.85	277	6988.86	6689.99	21858.18	30.61	116.50	97.99
2011	5086.95	247	4072.34	2850.25	19272.76	14.74	94.12	79.91
2012	6237.53	243	2384.06	1978.81	19141.52	10.34	87.14	76.73
2013	5800.87	240	2705.80	3027.26	18233.49	16.60	76.44	66.64
المتوسط	2894.21		3007.01	77.5682	16944.30	33.18	134.21	106.72

المصدر: سوق عمان للأوراق المالية - www.ase.com.jo

* من عمل الباحث باعتماد بيانات الجدول 1.

جدول (3) مؤشرات السوق الأولية للمدة (2000 – 2013) (%)

السنة	قيمة الاصدارات الجديدة/ الناتج المحلي الاجمالي	قيمة الاصدارات الجديدة / الادخار المحلي الاجمالي	قيمة الاصدارات الجديدة / الاستثمار الثابت الاجمالي	قيمة الاصدارات الجديدة / اجمالي الودائع غير الجارية
2000	4.26	37.17	19.04	4.17
2001	5.41	55.34	25.69	5.43
2002	4.50	30.80	22.41	4.71
2003	8.49	38.59	40.72	8.61
2004	9.39	53.94	34.27	10.37
2005	17.52	304.76	51.29	17.99
2006	30.99	414.57	109.36	32.20
2007	18.49	471.21	61.08	19.33
2008	26.16	209.07	87.49	32.09
2009	28.37	214.22	107.88	35.42
2010	27.30	170.99	105.82	34.25
2011	24.84	197.55	95.48	32.47
2012	28.40	382.91	111.05	35.61
2013	24.32	139.24	88.07	29.97
المتوسط	18.46	194.31	68.55	21.62

المصدر: الجدول من اعداد الباحث باعتماد بيانات الجدولين 1 ، 2.

جدول (4) مؤشرات السوق الثانوية للمدة (2000 – 2013) (%)

السنة	اجمالي قيمة التداول/ الناتج المحلي الاجمالي	اجمالي قيمة التداول/ الادخار المحلي الاجمالي	اجمالي قيمة التداول/ اجمالي الودائع السنوية
2000	5.58	48.72	4.50
2001	10.51	107.50	8.50
2002	13.99	95.70	11.29
2003	25.66	116.68	19.60
2004	46.88	269.41	35.88
2005	189.03	3288.70	136.45
2006	133.11	1780.69	100.71
2007	101.79	2594.14	79.12
2008	130.30	1041.42	117.98
2009	57.15	431.49	51.26
2010	35.66	223.30	31.97
2011	13.92	110.69	12.64
2012	9.01	121.47	7.92
2013	12.69	72.67	10.97
المتوسط	56.09	735.90	44.91

المصدر: الجدول من اعداد الباحث باعتماد بيانات الجدولين 1 ، 2.

المصادر:

- ¹ زياد رمضان ، مروان شموط - الأسواق المالية والنقدية - ط1 - الشركة العربية للتسويق والتوريدات - الاسكندرية - 2008 - ص117.
- ² فليح حسن خلف - الأسواق المالية والنقدية - الطبعة الأولى - عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع - عمان - 2006 - ص46.
- * اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دي بورص) من مدينة براج ببلجيكا ، كان يعيش في القرن السادس عشر ؛ وهناك نوعين من البورصات الأول بورصة الأوراق المالية ، والثاني بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.
- ³ المصدر نفسه - ص 49.
- PIERRERAMAGE – Finance March – Edition danger – paris – 2002
4 – p:26.
- ⁵ رسميه أبو موسى - الأسواق المالية والنقدية - الطبعة الأولى - دار المعتر للنشر والتوزيع - عمان 2005 - ص9.
- ⁶ French, D., Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, 1989), pp. 16-17.
- ⁷ زياد رمضان - مصدر سبق ذكره - ص117 .
- ⁸ Francis . J. C., Investment : Analysis and Management , Opcit, P.P 41-44.
- ⁹ المصدر نفسه - ص 45.
- ¹⁰ محمد صالح الحناوي وآخرون - مصدر سبق ذكره - ص42.
- ¹¹ د. رفعت السيد العوضي - الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الاسلامي -
www.islamtoday.net
- ¹² د. احمد بوراس ، السعيد بريكة - كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد -
www.efpedia.com
- * السيولة: هي السرعة التي يتم بها تحويل الادوات المالية بسهولة ويسر إلى نقد وبأدنى تكلفة مع انخفاض المخاطر.
- ¹³ شعبان محمد اسلام البرواري - بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية
- دمشق - سوريا - دار الفكر - ط1 - 2002 - ص29.

- ¹⁴ منير ابراهيم هندي - ادوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - المكتب العربي الحديث - الاسكندرية - 2003 - ص 37.
- ¹⁵ سليمان المنذري - البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية - كتاب الأهرام الاقتصادي - العدد (96) - يناير 1996 - ص 15-18.
- ¹⁶ المصدر نفسه - ص 18-20 .
- ¹⁷ المصدر نفسه - ص 20-22.
- ¹⁸ سوق عمان للأوراق المالية - www.ase.com.jo
- ¹⁹ المصدر نفسه - www.ase.com.jo
- ²⁰ حسين عبد المطلب الأسرج - تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) - www.gdnet.org
- ²¹ المصدر نفسه - www.gdnet.org
- ²² سوق عمان للأوراق المالية - مصدر سبق ذكره - www.ase.com.jo
- ²³ الاسكوا . تقييم برامج الخصخصة في منطقة الاسكوا - الأمم المتحدة - نيويورك - 2001 - ص 52.
- ²⁴ المصدر نفسه - ص 53.
- ²⁵ حسين عبد المطلب الأسرج - مصدر سبق ذكره - www.gdnet.org
- ²⁶ بن دحان الياس الازهر - دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي - dspace.univ-biskra.dz -
- ²⁷ عماد صالح سلام - ادارة الازمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة - ابو ظبي - 2002 - ص 279.
- ²⁸ وسام ملاك - البورصات والأسواق المالية - دار المنهل اللبناني - مكتبة رأس المنبع - لبنان - 2003 - ص 89.
- ²⁹ محمود محمد الداغر - الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات - دار الشروق للنشر والتوزيع - الأردن - 2005 - ص 280.
- * القيمة السوقية للاسهم المكتتب بها تمثل عدد الاسهم المكتتب بها مضروباً بسعر اغلاق سهم الشركة في نهاية المدة.
- * نسبة رأس مال السوق : هي نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الاجمالي.

³⁰ د. عاطف وليم اندرأوس - السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق - مؤسسة شباب الجامعة - الاسكندرية - 2005 - ص 95.

³¹ المصدر نفسه - ص 95.

* تعني كفاءة سوق الأوراق المالية بأن الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس واقع الأوراق المالية من حيث قوتها أو ضعفها ، ومن ثم يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح أو عوائد غير عادلة أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار مغال فيها ، مما ينتج عنه تحقيق عوائد منخفضة بدرجة غير عادلة. للمزيد راجع:
د. هوشيار معروف - الاستثمارات والأسواق المالية - الطبعة الأولى - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان - 2003 - ص 82.