

دور السوق الأولية لبورصة عمان للأوراق المالية في تمويل استثمارات المملكة الأردنية الهاشمية خلال  
الفترة (2008-2019).

**The primary market role of the Amman Stock Exchange in financing  
the investments of the Hashemite Kingdom of Jordan during the period  
(2008-2019).**

عطية حليلة<sup>1</sup>، علون محمد ملين<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة محمد خيضر بسكرة، [attiahalima03@gmail.com](mailto:attiahalima03@gmail.com)

<sup>2</sup> جامعة على لونييسي البليدة-2، [m.alloune@univ-blida2.dz](mailto:m.alloune@univ-blida2.dz)

تاريخ النشر: 2020/08/15

تاريخ القبول: 2020/07/30

تاريخ الاستلام: 2020/07/13

**ملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات في سوق عمان المالي خلال الفترة (2008-2019)، وقصد الاجابة على الاشكالية المطروحة اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي كأداة مهمة لعرض وتحليل دور بورصة عمان للأوراق المالية في تلبية المتطلبات الاستثمارية خلال فترة الأزمة المالية وما بعدها.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة أن الاستثمار في الأوراق المالية يعتمد على معرفة تفاصيل دقيقة عن الهدف الاستثماري مما يساعد الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطها، ويتمتع سوق عمان المالي بأهمية بالغة في الاقتصاد الأردني القائم على انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة عالية، في حين وفي ضوء النتائج المتوصل إليها توصلت الدراسة الى عدة توصيات، من أهمها تنمية الأدوات المالية المستحدثة، حيث يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين ومن تلك الأوراق نذكر: المشتقات المالية بأنواعها، التوريق، إدراج الأوراق التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛ إذ تساهم في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط بورصة عمان إذا ما توفرت ليا الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.

كلمات مفتاحية: سوق الأوراق المالية، الخصخصة، بورصة عمان للأوراق المالية، تمويل الاستثمارات، القيمة السوقية.

تصنيفات JEL: E44 ،D53 ،E44

**Abstract:**

This study aims to define the role of the stock market in financing investments in the Amman Financial Market during the period (2008-2019), and in order to answer the problem presented. The study relied on the descriptive and analytical approach as an important tool to present and analyze the role of the Amman Stock Exchange in meeting investment requirements during the period the financial crisis and its aftermath.

And one of the most important results reached through this study is that investing in securities depends on knowing accurate details about the investment objective, which helps successful companies, obtain the necessary financing to expand their activities, and the Amman Financial Market enjoys great importance in the existing Jordanian economy. On the flow of funds from savers to investors and the use of available resources with high efficiency, while in light of the results reached, the study reached several recommendations, the most important of which is the development of the new financial tools, as activating the supply side calls for the development of a set of tools that can meet the different requirements of the needs of investors And issuers, and among those securities we mention: financial derivatives of all kinds, securitization, listing of securities that comply with Islamic law. H; It will contribute to the introduction of a new type of dealers, who have remained aloof by many factors, in addition to that it will represent a great momentum that will contribute to revitalizing the Amman Stock Exchange if the technical means and the legal and regulatory frameworks for its management are available to it.

**Keywords:** Stock market; privatization; Amman Stock Exchange; investment financing; market value.

**JEL Classification Codes :** E44, D53, E44

## 1. مقدمة:

أثار وجود أسواق المال أهمية كبيرة في دعم الاقتصاد المحلي من خلال توجيه الأموال الى قنوات الاستثمار المتعددة والتي تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني، وكذا العملية التنموية من خلال تمويل مختلف المشاريع القائمة والجديدة منها.

وباعتبار أسواق الأوراق المالية المحرك الرئيسي لتنمية الاستثمارات، فهو يعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لتجميع المدخرات قصد تلبية متطلبات أصحاب العجز المالي من السيولة، ولتزايد أهمية هذا السوق في الحياة الاقتصادية كمصدر للتمويل، فهو يقوم بتوجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية.

ومن ضمن أسواق الأوراق المالية العاملة في منطقة الشرق الأوسط نجد سوق عمان للأوراق المالية الذي مارس نشاطه سنة 1976 كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلالية مالي وإداري، ويعتبر إنشاء هذا السوق من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن وذلك بهدف تحقيق استغلال أفضل للموارد المتاحة من خلال تكوين سوق ملائمة للأوراق المالية ومارست دورها في تمويل الاستثمارات ولكن مع ذلك بقيت هذه الأخيرة عند مستويات متواضعة.

إذ يعتبر انشاء سوق المال في الأردن من الخطوات المؤدية الى تطوير القطاع المالي بهدف تحقيق استغلال أفضل للموارد المتاحة لتمويل الاستثمارات، ويستعمل سوق الأوراق المالية السوق الأولي لتمويل الاستثمارات باعتبارها السوق التي يتم فيها طرح الأوراق المالية للمرة الأولى من خلال مختلف الأدوات المالية المتاحة للتداول في هذا السوق.

◀ الإشكالية: من خلال ما سبق فان الاشكالية التي تحاول الورقة البحثية الاجابة عليها تتمثل في:

هل استطاعت السوق الأولية تمويل الاستثمارات في الأردن خلال الفترة 2008-2019؟

◀ أسئلة البحث: يتفرع من السؤال الرئيسي أعلاه أسئلة فرعية نوردها كالاتي:

- إذا كانت سوق رأس المال إحدى الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي، فما مكانتها ودورها في الحياة الاقتصادية المعاصرة؟

- هل الاستعانة بمؤشرات تطور سوق رأس المال دليل على قدرة هذه الأخيرة على احتلال مركز الوساطة بين تعبئة المدخرات وتوجيهها لتنشيط الاستثمارات المنتجة؟

◀ **فرضيات البحث:** وللإجابة على إشكالية البحث والأسئلة الفرعية ارتأينا الاعتماد على الفروض الآتية:

- تحتل أسواق رأس المال مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة ودورها يتمثل في أنها أداة مهمة لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية.

- تعد مؤشرات تطور البورصة قيم كافية لزيادة وتوسيع حجم الاستثمارات.

◀ **أهداف البحث:** يحاول البحث الوصول إلى الأهداف الآتية:

- زيادة الوعي الاستثماري المالي في أوساط جمهور المستثمرين.

- توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام.

- تأسيس سوق أوراق مالية في دولة نامية مثل الأردن تقوم على توفير مقومات قيام تلك السوق وتوفير الشروط الأطر التشريعية والتنظيمية والمناخين الاقتصادي والسياسي.

◀ **منهجية البحث:** تطلب منا هذا المقال استعمال المنهجين الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذه الدراسة، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للمقال، أما المنهج التحليلي سيستخدم في تحليل البيانات المجمعة وهذا تحقيقاً للهدف الرئيسي له.

## 2. ماهية الأسواق المالية

### 1.2 مفهوم الأسواق المالية:

عرفت الأسواق المالية على أنها وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون، الوسطاء المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً أو دولياً<sup>1</sup>. (معروف، 2003، صفحة 58)

## 2.2 بنية سوق رأس المال:

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي وسوق ثانوي وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية، كما تنقسم السوق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول.

✓ **السوق الأولية (سوق الإصدار):** وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة والتي أصدرتها المؤسسات والمنشآت والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال للتمويل الاحتياجات المالية<sup>2</sup>. (بوكساني، 2006، صفحة 44)

مما سبق يتضح أن السوق الأولية أو سوق الإصدارات لا تعني سوى بداية لحركة النشاط المالي، والوقوف عندها يعني جمودا لا يحقق للمستثمر الأمان الذي يريده من وراء استثماره طبقا لما تقتضيه الاعتبارات الفنية البحتة<sup>3</sup> (العزيم، 2007، صفحة 497)، وغالبا ما تتكون هذه السوق من مؤسسات متخصصة بعملية الإصدارات الأولية، ويطلق عليها اسم بنكيير أو بنك الاستثمار مثل مؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، وتضطلع هذه المؤسسات بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيتات للإصدار والسعر والكمية<sup>4</sup>. (شيخي، 2009، الصفحات 107-136).

✓ **السوق الثانوية (سوق التداول):** تعرف الأسواق المالية الثانوية بأنها السوق التي يتم فيها التداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، والتي بعد إصدارها بالسوق الأولي ويطلق عليها بالثانوية لأن الأوراق التي يتم التداول فيها والتعامل بها تباع للمرة الثانية وأكثر<sup>5</sup>. (بلجبلية، 2010، صفحة 28)

ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوي تكون أحيانا كثيرة أهم من السوق الأولي، حيث إذا كان السوق الأولي يتيح للمقترضين الحصول على الائتمان فان السوق الثانوي هو الذي يقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين حيث بدونه قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها، فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولي صعبا إذا لم تتطور معه السوق الثانوي في نفس الوقت لأنه لو طرح استحقاق بعد 20 سنة ولم تكن هناك سوق ثانوية لما أقدم على شرائها أحد،

وبالتالي لو لم يكن هناك سوق ثانوي لكان من الصعب تصور وجود سوق أولي واستمراره<sup>6</sup> (يونس و كمال، 2005، صفحة 82).

الجدول 1: ملخص لأهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية:

السوق الثانوية	السوق الأولية	معيّار التفرقة
تبادل القيم المتداولة	إصدار القيم المتداولة	الوظيفة الأساسية
المؤسسات المالية المتخصصة والجمهور	المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المتخصصة.	المتعاملون
-توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية.	توظيف الادخار	الأهمية بالنسبة للمستثمر
سوق الإصدارات القديمة	سوق الإصدارات الجديدة	طبيعة الإصدارات
البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء (من وكلاء الصرف وغيرهم)	الدولة (ممثلة بالخرينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار، البريد.... الخ	المؤسسات المختصة في جمع الأموال

المصدر: جبار، 2002، صفحة 63

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، فالسوق المنظمة أو ما يعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق<sup>7</sup> (حنفي و قرياقص، 2001، صفحة 295)

أما السوق غير المنظمة (غير الرسمية) فهي الأسواق التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط، يطلق عليها عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها، وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر ويلاحظ أن غالبية الأسهم أو السندات الشركات الصغيرة تتم بهذا الأسلوب<sup>8</sup> (الحنوي و عبد السلام، 1998، صفحة 16) وفي أسواق رأس المال الكبيرة يمكن أن يتواجد السوقين معا، أما في أسواقنا العربية فواحد من هذين السوقين قد يكفي<sup>9</sup>. (هندي، 1995، صفحة 54)

والأسواق الثانية غير المنظمة تتضمن مجموعة من الأسواق الأخرى الغير فرعية وهي كالتالي:

● **السوق الثالثة:** هي نوع من الأسواق غير المنظمة، بحيث تتكون من بيوت السمسرة هي غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في العمل في الأسواق المالية المسجلة في تلك الأسواق، بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الورقة المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية<sup>10</sup>. (عرفة، 2009، صفحة 186، 187)

● **السوق الرابع:** عبارة عن المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسمسرة<sup>11</sup>. (باي، 2007-2008، صفحة 81، 82)

### 3.2 الأدوات المتداولة في أسواق المال: وتتكون من:

#### 1.3.2 أدوات سوق النقد: وهي كما يلي:

1- **أذونات الخزينة:** عبارة عن صكوك تصدرها خزانة الدولة لحاملها لمدة قصيرة تتراوح بين 15 يوم و91 يوم غالباً ما تصدر لمقابلة الغطاء المترتب على زيادة الإصدار النقدي، أو لمقابلة العجز المترتب على زيادة الصرف في أوقات لا تتوافر فيها الإيرادات الكافية<sup>12</sup>. (سلطان، 2005، صفحة 448)

2- **الأوراق التجارية:** من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع، ظهرت بعد النقود مباشرة<sup>13</sup> (فضيل، 2006، صفحة 186)، بحيث تمثل كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي وسمعتها الضريبية في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أيام و270 يوم، والهدف من إصدارها هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للشركة مثل: شراء المخزون، ودفع الأجور.... الخ<sup>14</sup>. (علة، 2003، 2002، صفحة 32)

3- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي وثيقة دين تصدرها المصارف والمؤسسات المالية يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبلغ معين لديها لأجل معين يبدأ من تاريخ إصدارها الشهادة وينتهي عند الاستحقاق وبسعر الفائدة معينة؛ وهي شهادة لحاملها، قابلة للتحويل والتبادل من شخص إلى آخر ويتم

التعامل فيها يتم عن طريق المصارف الكبرى فقط وبهذا فهي إلزام مالي على المصرف الذي أصدرها بالنسبة لقيمتها الاسمية والفوائد المستحقة عليها<sup>15</sup>. (صاحب عجام، 2001، صفحة 342)

**4- القبولات المصرفية:** إحدى أشكال الاقتراض بحيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية التداول، فإذا احتاجت مؤسسة معينة للمال تسحب على إحدى البنوك سحباً وكان البنك قد أصبح كفيلاً لها، ولعلّ ما يميز القبولات المصرفية تسهيل النشاطات التجارية وتشجيع عملية الاستيراد والتصدير، كما لو أن البنك المركزي يسمح بمخطط القبولات المصرفية التي استوفت الشروط الأساسية<sup>16</sup>. (الشمري، البياتي، و صيام، 1990، صفحة 246)

**5- اتفاقيات إعادة الشراء:** يعدّ هذا النوع من أدوات الدين قصيرة الأجل، وهي عبارة عن قروض قصيرة أجل يقل أجل استحقاقها عن أسبوعين تستدينها المصارف بضمان أذونات خزانة تمتلكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقاً يصبح المقرض مالكا لأذون الخزانة الضامنة للقرض<sup>17</sup>. (يونس و الوصال، 2005، صفحة 90، 91)

### 2.3.2 أدوات سوق رأس المال: كما يلي:

**01- الأسهم:** مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس المال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضاً الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فشركات المساهمة تعتمد اعتماداً ليكاد يكون تاماً على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين<sup>18</sup>. (حنفي و قرياقص، اساسيات الاستثمار والتمويل، 2000، صفحة 496)، وتنقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تترتب عليها إلى قسمين رئيسيين هما:

**الأسهم العادية:** وعرف على أنه وثيقة تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيتها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية ويسمح لها



بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة<sup>19</sup>. (عبد الجواد و الشديفات، 1998، صفحة 13)

🚩 **الأسهم الممتازة:** تتوسط هذه الأسهم كلا من الأسهم العادية والسندات، وتجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الأرباح<sup>20</sup> (عبد الغفار، 2006، صفحة 100)، حيث يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عند الملكية التي تنشأ في السهم العادي<sup>21</sup>. (الشديفات، 2003، صفحة 39)

**02- السندات:** تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعاً<sup>22</sup> (الحلاق و العجلوني، 2010، صفحة 74)، والسند هو شهادة تثبت ديناً على شركة أو الحكومة أو الجماعات المحلية المصدرة للسند مقابل أن يحصل السند على فائدة سنوية ثابتة<sup>23</sup> (حسين، 2008، صفحة 26)، وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها شركات مساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال<sup>24</sup>. (مطر، 2006، صفحة 220)

**3.3.2 الأوراق المالية المشتقة:** لقد ظهرت مجموعة من المستحدثات في سوق الأوراق المالية والتي لم

تكن معروفة في عهد الأسهم والسندات والمقصود بها تلك الأدوات المسماة ب: المشتقات المالية.

- **مفهومها:** تعرّف المشتقات المالية بأنها: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، وتتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم والسندات والسلع وغيرها وتتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد<sup>25</sup>. (حماد، 2001، صفحة 16)

- **أنواعها:** تتمثل في عقود الخيار، العقود المستقبلية، الآجلة وعقود المبادلات.

🚩 **عقود الخيار:** عبارة عن عقود مالية غير ملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين خلال مدة معينة وذلك

مقابل حصول الطرف المحدد من الطرف المحدد له على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل حق التنفيذ أو مقابل إلزامية العقد<sup>26</sup>. (النجار، 2009، صفحة 20)

#### العقود المستقبلية والآجلة:

1-/ العقود المستقبلية: هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل<sup>27</sup> (طاهري، 2009، الصفحات 157-173)، يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم واستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد<sup>28</sup>. (عطية، 2003، صفحة 234)

2-/ العقود الآجلة: عبارة عن عقد يلزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع وآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه<sup>29</sup>. (بلعوز، 2010، الصفحات 331-344)

ويشارك في سوق العقود الآجلة كل من: المصدرون، المستوردون، المستثمرون في الأسواق المالية، الشركات المتعددة الجنسيات، المقترضون الذين يحصلون على قروض بعملة أجنبية، وكذا البنوك والمضاربون<sup>30</sup>. (مطوع، 2010، الصفحات 395-428)

العقود المبادلة: هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والمحسوبة بناء على فائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل المدفوعات فرصة الدين بكل منهما والمقومة بعملات مختلفة<sup>31</sup>. (مفتاح، 2002، الصفحات 205-2016)

### 3. لمحة حول بورصة عمان للأوراق المالية

عرفت الأردن تطورات اقتصادية اقتضت ضرورة تنظيم تداول الأوراق المالية وتسهيل تمويل المؤسسات وكذلك استهداف استقطاب المؤسسات والاستثمارات المحلية والأجنبية، بحيث ساعد التوجه الحكومي الذي نشأ حديثاً في المملكة الهاشمية في تشكيل سوق أوراق مالية، ذات سمعة جيدة ومقدرة

عالية وإمكانيات متقدمة من خلال الدعم الحكومي لهذه السوق، مما أدى إلى بروز سوق عمان المالي كسوق عربي حديث متقدم له الأثر الأكبر في الاقتصاديات العربية.

### 1.3 نشأة بورصة عمان للأوراق المالية:

تم تأسيس بورصة عمان في 11/03/1999، بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصروح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المكملة وقد قامت بورصة عمان منذ نشأتها بخطوات مهمة هدفت إلى زيادة الشفافية والكفاءة في هذا السوق، وكذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين فيه.<sup>32</sup> (عمان، 2020)

وتخضع بورصة الأوراق المالية لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 فقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية عام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة سوق المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية.<sup>33</sup> (طلب الزيود و أبو زيد، 2007، الصفحات 73-97)

وتتكون البورصة من ثلاثة قطاعات وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضاً لكل منها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر كل قطاع.<sup>34</sup> (التهتموني، 2020).

### 2.3 الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية:

يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في:

أ- الأسهم العادية: وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاماً تسلسلية؛ أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها الشركة بملكية الثابي لهذه الأسهم<sup>35</sup> (الشواورة، 2008، صفحة 164)

ب- **إسناد القرض:** وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقاً لشروط الإصدار، وتنقسم هذه الإسناد إلى:<sup>36</sup> (السابق، صفحة 165)

1- **الإسناد الاسمية:** وتكون باسم المالك وتنتقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في سجلات الشركات.

2- **الإسناد لحاملها:** وتكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها وتنتقل ملكيتها من شخص إلى آخر بالاستلام والتسليم مباشرة.

وتكون القيمة الاسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة وذلك لغايات تسهيل عملية التداول، وقد تباع بقيمتها الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخخص ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الاسمية.

ج- **سندات المقارضة:** وهي أداة من أدوات التمويل وفقاً لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحد سلفاً وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر<sup>37</sup> (السابق، صفحة 166)، ولكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح فان إصدارها يتم بإحدى الطريقتين التاليتين:<sup>38</sup> (السابق، صفحة 166، 167)

\_\_ أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته ويطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة المشاركة.

— أن تصدر لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد ويتم استردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة للمشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها ضريبة الدخل، وكذلك الحال بالنسبة لأصل القرض.

ث- أدوات الدين العام: وهي عبارة عن أذونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة التي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما السندات الخزينة فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.

#### 4. دور السوق الأولي لبورصة عمان للأوراق المالية في توفير التمويل اللازم للاستثمارات خلال الفترة (2008-2019)

لقد حدد قانون سوق عمان المالي 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، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

1.4 واقع السوق الأولية للبورصة: يسمح تتبع نشاط السوق الأولي في الأردن بتحديد الدور الذي تلعبه هذه السوق في ظهور الاستثمارات من خلال استيعاب المدخرات التي حققتها كفاءة السوق.

#### • توزيع الإصدارات في السوق الأولية: والجدول الموالي يوضح ذلك

الجدول 2: توزيع إصدارات السوق الأولي الأردني (2008-2019). الوحدة دينار أردني.

السنة	السندات				
	أسناد قرض	مؤسسات عامة	سندات وأذونات الخزينة	الأسهم	صكوك اسلامية
2008	141.750.000	128.000.000	2.981.200.00	827.957.704	-
2009	151.750.000	138.500.000	4.191.000.000	317.321.922	-

دور السوق الأولية لبورصة عمان للأوراق المالية في تمويل استثمارات المملكة الأردنية الهاشمية خلال الفترة

(2008-2019).

5.122.849.441	-	119.281.271	4.641.300.000	268.500.000	93.768.170	2010
5.086.951.251	-	136.671.251	4.110.900.000	801.380.000	38.000.000	2011
6.237.525.273	-	144.825.273	5622.500.000	369.000.000	101.200.000	2012
5.800.874.161	-	45.979.161	5.493.395.000	180.000.000	81.500.000	2013
6.370.043.338	-	65.818.338	6.135.000.000	82.500.000	86.725.000	2014
3.428.045.362	-	40.545.362	3.275.000.000	20.000.000	92.500.000	2015
7.338.419.908	109.000.000	178.242.008	6.802.177.900	83.000.000	166.000.000	2016
4.566.226.654	75.000.000	82.255.654	3.709.971.000	475.000.000	224.000.000	2017
4.995.747.634	150.000.000	100.947.634	4.506.300.000	0.00	238.500.000	2018
5.570.000.000	0.00	28.9.000.000	5.298.200.000.	0.00	243.110.000	2019

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: - عمان ب.ب.، 2012، صفحة 85.

- عمان ب.ب.، 2019، صفحة 94.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية لسنة 2009 عنه في سنة 2008 بمقدار 17.6% وتأتي هذه الزيادة كنتيجة منطقية لزيادة الدين العام الداخلي والمتمثل في قيام الحكومة بإصدار ما قيمته 4191 مليون دينار من سندات وأذونات الخزينة خلال عام 2009، كما ارتفعت نسبة الإصدارات لسنة 2010 بنسبة 6.8% عن مستواها في العام 2009 لزيادة حجم الدين الداخلي المترتب على الحكومة الأردنية.

في حين نلاحظ انخفاض في قيمة الإصدارات الأولية لسنة 2011 بنسبة 0.7% عن مستواها في العام السابق 2010، لتعاود الارتفاع سنة 2012 بنسبة 27.6% عن مستواها في 2011 نتيجة قيام الحكومة بإصدار ما قيمته 5622.5 مليون دينار من أدوات دين حكومي.

وبالنسبة للإصدارات الأولية من الأسهم شهدت آخر ثلاث سنوات قبل عام 2008 إصدارات ضخمة من الأسهم نشطت سوق الإصدار الأولي والذي يؤثر بصورة أو بأخرى في الناتج المحلي الخام وبالتالي خلق فرص عمل وهو ما يؤدي إلى تحسين أداء مختلف القطاعات لذا يجب الإشارة إلى الدور الذي لعبه سوق عمان المالي في أداء الاقتصاد الأردني في تلك الفترة وذلك من خلال مساهمتها في

استقطاب استثمارات كبيرة مصدرها المتغير بين الأردنيين والمستثمرين الأردنيين وخاصة الخليجيين سواء من خلال مشاركتهم في الاكتتاب بأسهم الشركات الحديثة التي طرحت للاكتتاب العام أو مشاركتهم في زيادة رؤوس أموال الشركات القائمة والتي يملكون حصة في رأسمالها ومنها مثلاً المشاركة الهامة والكبيرة في زيادة رأس مال البنك العربي وحيث ساهمت الأموال التي تم الاكتتاب بها وتجميعها بالعملة الأجنبية في زيادة احتياطات الأردن من العملات الصعبة مما عزز ميزان المدفوعات وساهم باستقرار سعر الصرف إضافة إلى مساهمتها في زيادة حجم الودائع إلى البنوك الأردنية وانعكاس نمو الودائع على حجم الإقراض وبالتالي المساهمة في دعم النمو<sup>39</sup>. ([www.alrai.com/article/637540.html](http://www.alrai.com/article/637540.html)، 2020)

في حين تم تحويل شركة واحدة وقيام ثماني شركات بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 64.8 مليون سهم سنة 2011، وتم خلال 2012 قيام خمسة عشر شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة 144.8 مليون دينار.<sup>40</sup> (عمان ب.، التقارير السنوية لبورصة عمان، 2012، 2011، 2010، 2008).

وبالتفصيل في طبيعة هذه الإصدارات نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات أي هيمنة إصدارها على باقي الإصدارات، حيث سجل إصدار الأسهم أعلى نسبة له خلال 2008 ب 10.98% بحيث اقتصر دور السوق على نقل ملكيات أسهم الشركات المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع والشراء اليومي دون أي إضافة تذكر للاقتصاد الوطني بصفة عامة وللسوق المال بصفة خاصة.

في حين كان للتراجع المستمر لسوق عمان المالي منذ الربع الأخير من سنة 2008 والخسائر الجسيمة التي تعرض لها مساهمي الشركات والمستثمرين في السوق والتي تجاوزت حاجز 20 مليار دينار أردني من الأسباب الرئيسية لتوقف وجمود سوق الإصدار الأولي، وبالتالي من المفروض على الجهات الرقابية وأصحاب القرار الاقتصادي وضع الآليات ولإجراءات المناسبة لتعزيز نشاط سوق عمان المالي في ظل تحسن مؤشرات معظم أسواق المنطقة والذي ساهم بعودة النشاط إلى سوق الإصدار الأولي.

كما بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 236 شركة بنهاية عام 2014 مقابل 240

شركة مدرجة بنهاية عام 2013، وبلغ عددها في السوق الأولي 60 شركة، و140 شركة في السوق الثاني، فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الثالث 36 شركة، كما انخفضت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى نحو 7 مليار دينار/سهم بنهاية عام 2014 مقارنة مع نحو 7.2 مليار دينار/سهم بنهاية عام 2013، والجدير بالذكر أنه تم إدراج أسهم ثلاث شركات وإلغاء إدراج أسهم 7 شركات خلال عام 2014، وذلك وفقا لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة، وقامت البورصة بإدراج 91 إصدارا من سندات الخزينة الحكومية خلال العام 2014 وبقيمة بلغت 5305 مليون دينار، كما قامت البورصة بإدراج 9 إصدارات من أذونات الخزينة بقيمة 600 مليون دينار، كما تم إدراج اصدارا واحدا من سندات سلطة المياه خلال عام 2014 وبقيمة 40 مليون دينار.

وقامت أربع شركات خلال عام 2014 بزيادة رؤوس أموالها عن طريق الاكتتاب الخاص لمساهميها، وبلغ عدد أسهم الزيادة 55.8 مليون سهم، كما قامت ثلاث شركات بزيادة رأس مالها عن طريق تخصيص أسهم الزيادة لشريك استراتيجي وبلغ عدد أسهم الزيادة 22.6 مليون سهم، وأخيرا قامت 12 شركة بزيادة رأس مالها عن طريق توزيع أسهم مجانية بلغ مجموعها 153.8 مليون سهم، لترتفع بذلك اصدارات الأسهم في السوق الأولي بحوالي 20 مليون دينار أردني.

وأظهرت البيانات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بأن قيمة الإصدارات في السوق الأولية من أسهم وسندات قد وصلت إلى 3428 مليون دينار لعام 2015 بانخفاض نسبته 46.2% عن مستواها في العام 2014، حيث قامت الحكومة بإصدار ما قيمته 3275 مليون دينار من سندات وأذونات الخزينة خلال عام 2015، بلغت فيها قيمة سندات الخزينة المصدرة خلال العام 2015 ما قيمته 3050 مليون دينار، كما قامت سلطة المياه خلال عام 2015 بإصدار سندات بقيمة 20 مليون دينار، وتم إصدار ما قيمته 92.5 مليون دينار من أسناد قرض الشركات المساهمة العامة، وبالنسبة للإصدارات الأولية من الأسهم؛ فقد قامت 13 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 22.3 مليون سهم وبقيمة 540 مليون دينار.



واللافت للانتباه أن قيمة الإصدارات في السوق الأولية من أسهم وسندات وصكوك إسلامية قد وصلت إلى 7338 مليون دينار لعام 2016 بارتفاع نسبته %114.1 عن مستواها في العام 2015، نتيجة إصدار صكوك إسلامية لأول مرة بما قيمته 109.000.000 دينار أردني، وقامت الحكومة بإصدار ما قيمته 5988 مليون دينار من سندات وأذونات الخزينة خلال عام 2016، حيث بلغت قيمة أذونات الخزينة 1075 مليون دينار، وقيمة سندات الخزينة المصدره 4913 مليون دينار، كما قامت سلطة المياه خلال عام 2016 بإصدار سندات بقيمة 83 مليون دينار، كذلك تم إصدار ما قيمته 166 مليون دينار من أسناد قرض الشركات المساهمة العامة، وتم إصدار صكوك إسلامية بما قيمته 109 مليون دينار وبالنسبة للإصدارات الأولية من الأسهم؛ فقد قامت 17 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 194.2 مليون سهم وبقيمة 178.2 مليون دينار.

وبلغت قيمتها سنة 2018: 4996 مليون دينار بارتفاع نسبته %9.4 عن مستواها في العام 2017، وتم إصدار صكوك إسلامية بما قيمته 150 مليون دينار، وبالنسبة للإصدارات الأولية من الأسهم؛ فقد قامت 13 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 163.2 مليون سهم وبقيمة 100.9 مليون دينار.<sup>41</sup> (2014، 2015، 2016، 2018، صفحة 27، 28، 29، 42).

كما تم إدراج 60 إصدار من سندات الخزينة الحكومية خلال العام 2019 بقيمة 4275 مليون دينار، و 27 إصدار من أذونات الخزينة بقيمة 885 مليون دينار، وقامت البورصة بإدراج 3 إصدارات من أسناد القرض خلال نفس العام لصالح شركة التسهيلات التجارية الأردنية، بنك المال الأردني وشركة بندار للتجارة والاستثمار، بقيمة إجمالية قدرها مليون دينار 36.11 مليون دينار. (عمان ب.، 2019، صفحة 43)

ويعزى ارتفاع قيمة الاصدارات الأولية من الأسهم والسندات سنة 2019، الى جملة من العوامل لعل أهمها: زيادة الدين العام الداخلي وهو ما ترتب عنه إصدار المزيد من سندات وأذونات الخزينة، ومن جهة أخرى لاحظنا أن الاصدارات من الصكوك الإسلامية كانت معدومة خلال نفس السنة، بعدما ما

(2008-2019).

قدرت بـ150 مليون دينار أردني سنة 2018 وهي تمثل ضعف ما كانت عليه سنة 2017 بعد ما لاقت اقبالا جماهيريا عليها، ومن جهة أخرى انعدمت إصدارات السندات الخاصة بالمؤسسات العمومية خلال عامي 2018 و2019 بعد ما كانت مقدرة بـ: 475 مليون دينار أردني سنة 2017.

في حين يوضح الجدول الموالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا:

الجدول 3: القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا (2008-2019). الوحدة: مليون دينار.

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2008	15.501	3.630	6.270	25.407
2009	12.559	3.877	6.091	22.527
2010	11.742	3.735	6.381	21.588
2011	9847	3.481	5.944	19.273
2012	9584	3.398	6.159	19.142
2013	10.562	3.276	4.395	18.233
2014	11.001	3.389	3.693	18.083
2015	11.132	3.199	3.654	17.985
2016	11.065	2.744	3.531	17.339
2017	10.857	2.654	3.542	16.963
2018	10.622	2.399	3.101	16.123
2019	9.253	2.230	3.432	14.915

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: - عمان ب.، 2012.

- عمان ب.، 2013، صفحة 23.

- عمان ب.، 2019، صفحة 41.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن القطاع المالي يستقطب أعلى نسبة من حيث مساهمته في القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان حيث يضم هذا القطاع مختلف البنوك، وكذا مختلف المؤسسات المالية من شركات تأمين وشركات القطاع العقاري.

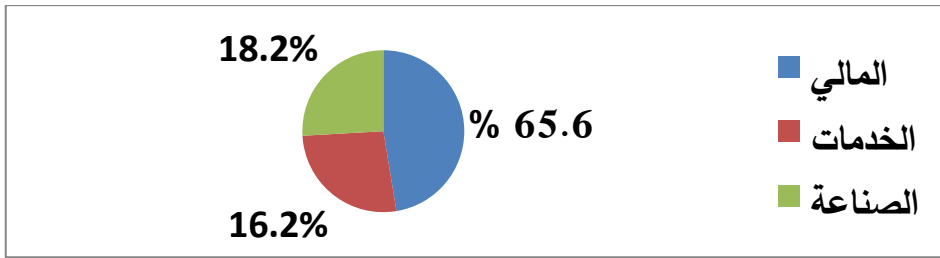
ويمكن إرجاع هذه السيطرة للقطاع المالي إلى ضخامة رؤوس الأموال وكذا القيمة السوقية لمختلف

الشركات المنتسبة لهذا القطاع وارتفاع في قيمة التداول التي تشهدها أوراقها خلال مختلف السنوات محل الدراسة.

ويلاحظ النسب المئوية للقطاع المالي خلال السنوات من 2008-2019 نجد أنها تستحوذ على أكثر من 50% من القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق وتنقسم النسبة الباقية بين قطاعي الصناعة والخدمات إذ كانت الغلبة للقطاع الصناعي.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول فقد احتل قطاع المالي المرتبة الأولى، تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات، أما من حيث قيم التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذت قطاعات البنوك والعقارات والخدمات المالية المتنوعة على ما نسبته 33.3%، 21.1%، 9.8% على التوالي من قيمة التداول الإجمالية في البورصة.

الشكل 01: نسب المساهمة القطاعية لقيم التداول لعام 2019.



المصدر: - عمان ب.ب.، 2019، صفحة 38.

### 3.4 الخصخصة في الأردن:

بمرور الوقت وتنامي دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية وازدياد الروح الريادية لدى قطاع كبير من رجال الأعمال والمستثمرون الأردنيين في الداخل والخارج وازدياد الأعباء الاقتصادية والاجتماعية والتشريعية والتنظيمية للحكومة، حيث جاء توجه الحكومة الأردنية نحو سياسة الخصخصة في مطلع الربع الأول من عام 1985 مستمدا من روح التكليف الملكي السامي للحكومة آنذاك الذي حث على تشجيع القطاع الخاص ليأخذ دوره سواء في التنمية الاقتصادية في معظم القطاعات بما فيها الصحة والتعليم، أو تحقيق العدالة الاجتماعية؛ حيث جاءت عملية الخصخصة كجزء من خدمة اقتصادية متكاملة

تبنتها الحكومة منذ بداية التسعينات في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والاعتماد على الذات في أعقاب الأزمة الاقتصادية التي حلت بالاقتصاد الأردني، بالإضافة إلى المنتجات الاقتصادية في مجال العولمة وازدياد المنافسة وإزالة الحواجز الجمركية والإدارية لتحرير التجارة العالمية وتدفق رؤوس الأموال وثورة المعلومات والاتصالات.

لم تكن الخاصة في المملكة الهاشمية ترفاً اقتصادياً أو تقييعة جديدة أو محاكاة لتجارب دول أخرى وإنما أملتها وفرضتها الدراسات والمسوحات التي أجريت على مشروعات القطاع العام والتي أكدت نتائجها على أن درجة كبيرة من عدم الكفاءة الإدارية والتشغيلية تسود شركات ومؤسسات القطاع العام إضافة إلى هدر المال العام والترهل الإداري وتدين الخدمات التي تقدمها ارتفاع المديونية في حين تحقق شركات القطاع الخاص عوائد ونتائج أفضل وتولد فرص عمل أفضل نظراً لارتفاع الكفاءة الإدارية والتشغيلية فيها<sup>42</sup>

(www.ase.com.jo/ar/node/868، 2020)، وذلك استجابة لسياسة صندوق النقد والبنك الدوليين حيث لم يحقق الاقتصاد الأردني أي مكاسب من وراء التخصصية، وقدمت الدولة تنازلات اقتصادية وسياسية غير مبررة لأهم الشركات الوطنية في البلاد، كما قدمت الدولة تنازلات عن إيرادات الخزينة لصالح الشركات الأجنبية، في حين أن الخزينة هي بأمر الحاجة إلى هذه الأموال، قسم كبير من الشركات ليست متعثرة ولا تكبد الخزينة خسائر بل على العكس تحقق أرباحاً، فقط لاعتبارات تفرضها مصالح الاحتكارات العالمية، وللخضوع لشروط الصندوق والبنك الدوليين وقبل انتهاء من مرحلة بيع مؤسسات الدولة بدأت الخطوات اللاحقة لبيع الأراضي العقبة بديعة إطفاء الديون علماً أن قيمة أرض العقبة البالغة 354.5 مليون درهم تم إنفاقها ضمن النفقات العام لعام 2008، ولم يتم إطفاء الديون بل على العكس قفزت المديونية بشكل يفوق كل التقديرات خلال العامين الأخيرين.<sup>43</sup>

(www.ase.com.jo/ar/node/868، 2020)

حيث كانت البداية الفعلية للتخصصية عن طريق بيع الأسهم في السوق الأولي الأردني كانت في 1996 بحصيلة قدرها 11 شركة، وعلى الرغم من صغر حجم البرنامج التخصصية في الأردن مقارنة

بعض الدول الأخرى إلا أنه يعتبر من أنجح البرامج في الدول العربية نظرا للسرعة التي تم فيها تنفيذه فقد قامت الحكومة خلال الفترة ما بين عامي 1996 و2000 بيع أسهمها في 21 شركة تمتلك فيها 5 بالمائة أو أقل من الأسهم و12 شركة تمتلك فيها بين 5 و10% من الأسهم و11 شركة تمتلك فيها أكثر من 10% من الأسهم.<sup>44</sup> (الوطنية، 2010، صفحة 26، 27).

في حين أظهر تقرير الخاصة أن حصيلة عملية الخصخصة في الأردن بلغت 5.2 مليار دينار منذ سنة 1998 حتى نهاية 2012، وأظهر التقرير أن خزينة الدولة حققت إيرادات بلغت 3.5 مليار دينار منذ بداية برنامج الخصخصة عام 1998 حتى نهاية 2012.<sup>45</sup>

(2020، [www.jfra news.net/more\\_83267](http://www.jfra news.net/more_83267))

ويعرض الجدول الموالي مدى تلائم الطرق مع الأهداف والتي تعتبر أهم عنصر في اختيار طرق الخصخصة، ولم يدرج الجدول إلا بعض هذه الأهداف نظرا لأن تخفيض الأعباء المالية للدولة وتوسيع حجم القطاع الخاص نتيجة حتمية للخصخصة (باستثناء خصخصة الإدارة التي لا تؤدي الى تحقيق الهدف الثاني).

الجدول 4: طرق الخصخصة وملائمتها لبعض الأهداف.

الطرق	الأهداف	تحسين الكفاءة	تطوير الأسواق المالية	توسيع قاعدة الملكية
(1)	خصخصة الإدارة	<ul style="list-style-type: none"> <li>ادخال معايير وطرق الإدارة الحديثة</li> <li>تنشيط الشركات الخاسرة</li> <li>يستفيد العاملون من المهارات التقنية والإدارية المتقدمة</li> </ul>	—	—
(2)	البيع المباشر	<ul style="list-style-type: none"> <li>ادخال تكنولوجيا متطورة</li> <li>ادخال طرق الإدارة الحديثة</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>امكان ادراج الشركة المسبقة في سوق الأوراق المالية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>من خلال ادراج الشركة في سوق الأوراق المالية</li> </ul>
(3)	بيع الأسهم في الأسواق المالية	<ul style="list-style-type: none"> <li>مسؤولية الإدارة أمام المساهمين</li> <li>بروز الكفاءة من خلال سعر السهم</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>إتاحة فرص الاستثمار للمواطنين والأجانب</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>تشجيع صغار المستثمرين على شراء الأسهم</li> </ul>
(4)	البيع للعاملين والإدارة	<ul style="list-style-type: none"> <li>حافز لرفع الإنتاجية</li> <li>مساهمة العاملين في الإدارة</li> </ul>	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>يمتص العاملون الأولية في شراء الشركة أو جزء منها</li> <li>تقديم دعم للعاملين لشراء جزء من الشركة</li> </ul>
(5)	نظام التنازل (الكوبونات)	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>امكان ادراج الشركة في سوق الأوراق المالية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>تحويل الشركة إلى مجموعة واسعة من المواطنين</li> </ul>

المصدر: دهال والحاج، بدون سنة، صفحة 18.

## الجدول 05: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان خلال الفترة "2009-2019". الوحدة: مليون دينار.

المؤشر	السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
عدد الشركات		272	277	247	243	240	236	228	224	194	195	191
القيمة السوقية		22526.9	21855.20	192728.0	19141.50	19787.1	18082.6	17.984.7	17.339.4	16.962.6	16.122.7	14.914.8
المؤشر المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)		2533.5	2373.6	1995.13	1957.60	2065.8	2165.5	2136.3	2170.3	2126.8	1908.8	1815.2
حجم التداول		9665.30	6690.00	2850.30	1978.80	2817.6	2263.4	3417.1	2329.5	2926.2	2319.3	1585.4
عدد العقود المنفذة بالآلاف.		296460	188020	131830	975000	999.1000	956.0	899.0	786.2	717.5	511.8	503.0
عدد أيام التداول		249	250	247	251	245	249	246	245	247	250	249
معدل دوران السهم (%)		91.3	102.2	58.2	33.9	38.0	32.8	37.3	27.2	25.7	18.8	18.2
الإصدارات الأولية من الأسهم.		922.	271	251	273	61	38	62	008	54	634	5
قيمة السندات المتداولة		2.5	0.1	0.6	0.0	2.0	0.02	0.85	0.0	1.9	3.2	0.9

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- بنك الأهلي، 2012، ص 03

- بورصة عمان، 2010، 2019، 2014، ص ص 79، 83، 79 على الترتيب.

## 5. خاتمة:

تعد أسواق الأوراق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، إذ إن الهدف الرئيس الذي تطمح إلى تحقيقه هذه الأسواق هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، ومن شأن هذه الأسواق المنظمة زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي وتمتتع هذه السوق في الأردن بنشاطات مالية وتشريعات استثمارية ساهمت بإنشاء العديد من الشركات المساهمة العامة التي تساهم في تحقيق البرامج التنموية والتطويرية ذات الطابع الاقتصادي، والتي تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج لعل أهمها:

**01-** تأثر أداء بورصة عمان بعدد الأزمات، وعلل من أهمها الأزمة المالية العالمية سنة 2008، انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية سنة 2014، أزمة الديون السيادية لليونان سنة 2011 وأزمة ما يسمى بالربيع العربي، التي انطلقت في بعض الدول العربية خلال أواخر عام 2010 ومطلع 2011.

**02-** محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي حيث أن اتساع قاعدة السوق وازدهارها تتطلب عدد كاف ومنتظم من الأوراق المالية.

**03-** قامت بورصة عمان بإدخال خدمة التداول عن بعد التي توفر لشركات السمسرة إمكانية إتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق، ومن جهة أخرى توفر هذه الخدمة فرصة لأكبر عدد من المستثمرين والمهتمين للتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان وزيادة إقبالهم على التداول.

**04-** لعل من أهم الوظائف الأساسية لسوق المال الكفاءة هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بما لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع بورصة عمان في حجم سيولتها ويظهر ذلك في انخفاض حجم التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، كذلك انخفاض عدد أيام التداول؛ فضلا عن انخفاض معدل دوران السهم.

**05-** نتيجة للتطورات العالمية قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على أساس الأسهم الحرة المتاحة للتداول أطلق عليه اسم 100 dj ase بحيث تعطي أفضل تمثيل لحركة أسعار الأسهم في السوق ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها.

**6. التوصيات:** في حين يوصل الباحثان بما يلي:

**01-** على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي أن تعمل على الإفصاح على كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.

**02-** تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: وذلك من خلال حملات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين، وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار بالأوراق المالية.

**03-** زيادة السيولة من خلال رفع كفاءة البورصة وتوفيرها في الوقت المناسب للمستثمرين، وخلق أنواع جديدة من الأدوات المالية لجذب مدخرات الأفراد على اختلاف مستوياتهم للاستثمار في الأوراق المالية.

**04-** تنمية الأدوات المالية المستحدثة، حيث يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين، ومن تلك الأوراق نذكر: المشتقات المالية بأنواعها، التوريق، الأوراق التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛ إذ تساهم هذه المنتجات في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط بورصة عمان إذا ما توفرت ليا الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.

**05-** إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، حيث يعد هذا النوع من الاستثمار الأكثر استقرارا وتعود بالنفع على المستثمر المحلي والأجنبي، كما تساهم في رفع كفاءة السوق المحلي نظرا لما تتطلبه من مستوى مرتفع من الرقابة، ونظم للمعلومات وتقارير أداء الشركات وفقا للنظم العالمية.



7. قائمة المراجع:

- www.ase.com.jo/ar/node/868 من الاسترداد من (2020, 06 21).
- www.ase.com.jo/ar/node/868 من الاسترداد من (2020, 06 21).
- www.alrai.com/article/637540.html من الاسترداد من (2020, 06 22).
- www.jfra news.net/more\_83267 من الاسترداد من (2020, 06 21).
- (2020, 06 21). Récupéré sur www.jfra news.net/more\_83267
- أحمد صلاح عطية. (2003). مشاكل المراجعة في أسواق المال. مصر: الدار الجامعية.
- التقنيات البنكية محاضرات وتطبيقات. (2006). الجزائر: ألبوساك رشيد.
- النجار، عبد العزيز. (2007). أساسيات الإدارة المالية. مصر: المكتب العربي الحديث.
- باي، مريم. (2007-2008). "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز". مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير. فرع إدارة مالية، (بلا تاريخ). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة قسنطينة.
- بلال شيخي. (2009). السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي. مجلة دراسات اقتصادية (العدد 12).
- بن علي بلعزوز. (2010). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث (العدد 07)، ص 331-344.
- بورصة عمان. (2012، 2011، 2010، 2008). التقارير السنوية لبورصة عمان. الأردن: بورصة عمان.
- (2014، 2015، 2016، 2018). تقارير بورصة عمان. الأردن: بورصة عمان.
- حماد، ط. ع. (2001). المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة". مصر: الدار الجامعية.
- حنفي عبد الغفار. (2006). الاستثمار في البورصة. الأردن: دار حامد.
- رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر.
- سحر عباس حسين. (2008). أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية الأردن حالة دراسة". مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 06 (العدد 03).
- سعد عبد الحميد مطاوع. (2010). الأسواق المالية المعاصرة. فلسطين: مكتبة أم القرى للنشر.

سعيد سامي الحلاق، و محمد محمود العجلوني. (2010). النقود والبنوك والمصارف المركزية. الأردن: دار اليازوري العلمية.

سمية بلجبلية. (2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية الأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان. مذكرة ماجستير في علوم التسيير. تخصص تسيير المؤسسات. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة منتوري، قسنطينة.

سيد سالم عرفة. (2009). إدارة المخاطر الاستثمارية. الأردن: دار الياض للنشر والتوزيع.

صالح مفتاح. (2002). العولمة المالية. مجلة العلوم الإنسانية (العدد 02)، ص 205-216.

عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص. (2000). اساسيات الاستثمار والتمويل. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.

عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص. (2001). الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية،

شركات التأمين، شركات الاستثمار). مصر: الدار الجامعية.

عبد الناصر طلب الزبود، و محمد خير سليم أبو زيد. (2007). أثر الانترنت في الأسواق المالية دراسة تطبيقية

على بورصة عمان المالية. ص 73-97. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23 (العدد

01).

علي ابراهيم الشديفات. (2003). الاستثمار في البورصة (الأسهم \_ سندات \_ وثائق \_ استثمار \_ خيارات). مصر:

دار الجامعة الجديدة.

فارس فضيل. (2006). التقنيات البنكية محاضرات وتطبيقات. ألموساك رشيد: الجزائر.

فاروق رفيق التهموني. (22 06, 2020). فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية: دراسة مقارنة

بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007. تم الاسترداد من

[www.Shatharat.net/vb/Showthread.php](http://www.Shatharat.net/vb/Showthread.php?t=11034)

فاطمة الزهراء طاهري. (2009). العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية. مجلة أبحاث

اقتصادية وإدارية (العدد 05)، ص 157-173.

فريد النجار. (2009). المشتقات والهندسة المالية. مصر: الدار الجامعية.

فيصل محمود الشواورة. (2008). الاستثمار في الأوراق المالية. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

لجنة التنسيق العليا للأحزاب المعارضة الأردنية الوطنية. (20 03, 2010). مداخلة بعنوان نتائج وآثار الأزمة

المالية والاقتصادية. المؤتمر الوطني للاقتصاد الوطني للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي .

- محمد الوصال يونس، وأمين كمال. (2005). اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية. مصر: قسم الاقتصاد للنشر.
- محمد سعيد أنور سلطان. (2005). إدارة البنوك. مصر: الدار الجامعية.
- محمد صالح الحناوي، و عبد الفتاح السيدة عبد السلام. (1998). المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية. مصر: الدار الجامعية.
- محمد علة. (2002، 2003). الدولة وعدم الاستقرار النقدي وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر.
- محمد عوض عبد الجواد، ومحمد علي الشديفات. (1998). الاستثمار في البورصة. الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- محمد مطر. (2006). إدارة الاستثمارات. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- محمد يونس، وكمال أمين الوصال. (2005). اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية. مصر: قسم الاقتصاد للنشر.
- مريم باي. (2007-2008). السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة قسنطينة.
- مفتاح، صالح. (2002). "العملة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية: العدد 02. ص 205-2016. (بلا تاريخ).
- منير إبراهيم هندي. (1995). مستقبل رأس المال العربية "مخاطر ومحاذير". مصر: توزيع منشأة المعارف.
- موقع بورصة عمان. (2020, 06 20). [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo). الاردن.
- ميثم صاحب عجم. (2001). نظرية التمويل. الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
- ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، و أحمد زكريا صيام. (1990). أساسيات الاستثمار العيني والمالي. دار وائل. الأردن.
- هوشيار معروف. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية. الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.