

سُوقُ عَمَلاتِ المَالِيَّةِ: الحِائِنُ؟

زياد سليم رمضان

قسم إدارة الأعمال - الجامعة الأردنية

بين يدي هذه الدراسة:

تشكل السوق المالية همزة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة فهي تهيء الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لأن توضع في متناول أيدي الباحثين عنها^(١). وللسوق المالية مكونات:

فالمؤسسات التي تقوم بتحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محددة لمواجهة الطلب عليها يطلق عليها اسم السوق النقدية وهذه السوق جزء مهم من السوق المالية يتخصص بالأدوات الشديدة السيولة القصيرة الاجل مثل اذونات الخزينة وشهادات الايداع والأوراق التجارية.

ويشكل الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية الوسيطة التي تشمل البنوك التجارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الاستثمار والادخار جزءاً مهماً جداً من مؤسسات السوق المالية حيث تقوم هذه المؤسسات باصدار الموجودات المالية غير المباشرة مثل شهادات الايداع وتستخدم الأرصدة المتحصلة لشراء أدوات مالية أخرى مثل الأسهم والسندات فهي تمكن المدخرين من إيصال ادخاراتهم الى المستثمرين. وهكذا فللسوق المالية جزء هام آخر هو سوق الأوراق المالية^(٢).

هناك شكلان متكاملان لسوق الأوراق المالية: الأول هو السوق الأولية أو سوق الإصدارات وهي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها، ومن مؤسسات هذه السوق المهمة بنوك الاستثمار والشركات المالية وكلاهما يقوم بوظيفة تغطية الإصدار وتوزيعه إضافة إلى البنك المركزي الذي يصدر أدوات الدين العام الداخلي مثل السندات نيابة عن الحكومة.

أما الشكل الآخر فهو السوق الثانوية أو سوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول الإصدارات (الأسهم والسندات) بعد الاكتتاب بها بين حاملها وبين مستثمر آخر وهذه السوق أيضا اسم آخر هو بورصة الأوراق المالية التي هي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مختصين بهذا العمل في أوقات محددة^(١) أو في الاجتماع الذي يعقد لهذه الغاية. فبمجرد أن يتم بيع الأوراق المالية في السوق الأولية تصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية.

ولأسواق الأوراق المالية الثانوية شكلان: منظمة، غير منظمة يطلق عليها اسم أسواق فوق الكاونتر أو الموازية، فالأسواق المنظمة هي البورصة التي تم تعريفها أعلاه. أما الموازية فتجري العمليات فيها دون التقيد بمكان أو زمان محدد بالضرورة فالعمليات تجري بالتلفون أو بالوسائل الإلكترونية الأخرى ويكون تجارها على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع بعض الأوراق المالية لمحافظهم الخاصة ويربحون. الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب^(٢).

أما من حيث معيار زمن تنفيذ الصفقة فإما أن يتم تنفيذ الصفقات آنيا أي فورا. وعندها تسمى السوق بالسوق الناجزة أو الآنية أو الحاضرة وإما أن يتم تنفيذ الصفقات في المستقبل وعندها تسمى السوق بالسوق المستقبلية أو الآجلة. وللسوق المستقبلية نوعان: الأول يتم فيها إبرام عقود تتضمن حقوقا والتزامات لتنفيذ صفقات في المستقبل ويكون المشتري بموجبها ملزما بتنفيذ الصفقة ولهذا يمكن وصفها بالسوق المستقبلية الملزمة للمشتري. والنوع الثاني يكون للمشتري فيه حق الخيار في تنفيذ الصفقة أم لا ولذا يسمى سوق الخيارات^(٣).

وفي كلا النوعين يكون زمن تنفيذ الصفقة هو الذي يقرر ما إذا كان البيع قصير الأجل أو طويله فإذا ما كان التسليم ناجزا أو في مدة سنة أو أقل سمي قصير الأجل أما إذا طال أجل التسليم سمي بيعا طويل الأجل.

كما أن هنالك أسلوب البيع (والشراء) على الهامش السائد عند التعامل بالأوراق المالية عبر مؤسسات الوساطة المالية حيث يتم الاتفاق بين المتعامل والوسيط المالي بأن يقوم الأخير بشراء كمية معينة من الأسهم وبسعر محدد لحساب المتعامل الذي يقوم بدفع جزء من الثمن (يسمى الهامش) نقدا وتبقى الأسهم مسجلة باسم الوسيط والمتعامل حتى يتم التعامل دفع باقي الثمن ويلتزم المتعامل بتنفيذ الصفقة.

وتقوم أسواق الأوراق المالية بوظائف مهمة ومتنوعة أبرزها ما يلي^(٤):

(١) خلق استمرارية التعامل وإكساب الورقة المالية صفة السيولة.

- (٢) تحديد أسعار التبادل العادلة.
- (٣) حماية المتعاملين من الغش والخداع والغبن.
- (٤) توزيع رأس المال.
- (٥) حلقة اتصال بين الفعاليات الاقتصادية.
- (٦) موازنة الأسعار.

* * * *

لقد حققت سوق عمان المالية نجاحا ملحوظا في فترة قصيرة من الزمن اختصرت فيها سنوات عديدة احتاجت اليها الأسواق المشابهة في مراحل تطورها لتصل إلى المستوى الذي وصلته سوق عمان في السنوات الثلاث أو الأربع الأولى من عمرها قبل أن تفقد عوامل نشاطها زخمها لتتراجع عن تلك المستويات التي حققتها. فقد انشئت سوق عمان المالية عام ١٩٧٨، واستمر نمو نشاطها بشكل مضطرد قرابة أربع سنوات حيث أخذت مظاهر الركود في أعمالها على شكل تباطؤ مستمر في معدل نمو حجم التداول (محسوبا بعدد الأسهم المتداولة) حتى هبط عام ١٩٨٣ إلى أقل من خمس ما كان عليه عام ١٩٧٩ وتراجع عام ١٩٨٤ ليصبح سالبا كما هو واضح من جدول رقم (١) التالي واتخذ الركود أيضا مظهراً آخر وهو:

جدول رقم (١)
معدلات نمو عدد الاسهم المتداولة السوقية لها
في السوق الثانوية للنظامية والموازية
١٩٧٨ - ١٩٨٤

السنة	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل النمو	القيمة السوقية (مليون دينار)	معدل النمو
١٩٧٨	٢٤٣	-	٥٦٢	-
١٩٧٩	٦٥٤	٪١٦٩	١٥٨٤	٪١٨٢
١٩٨٠	١٧٩٠	٪١٧٤	٤١٣٤	٪١٦١
١٩٨١	٢٩٢٣	٪٦٣٠	٧٥٤٢	٪٨٢
١٩٨٢	٤٥٨٤	٪٥٧	١٢٨٢٩	٪٧٠
١٩٨٣	٦١١٤	٪٣٣	١٤٤٣	٪١٠
١٩٨٤	٤٠٨٢	٪(٣٣)	٥٩٣٣	٪(٥٨)

الأرقام بين القوسين أرقام سالبة.
المصدر:- سوق عمان المالي، التقرير السنوي السابع ١٩٨٤.

الهبوط المستمر في معدل نمو القيمة السوقية للأسهم المتداولة حيث هبط هذا المعدل باضطراد حتى وصل عام ١٩٨٣ الى حوالي ٥٦٪ مما كان عليه عام ١٩٧٨ . مما يدل على أن الركود قد تجاوز مجرد كونه ركوداً في عدد الاسهم المتداولة إلى تباطؤ مضطرد في أسعار هذه الاسهم ظهر جلياً في تباطؤ كل من معدل نمو الرقم القياسي لأسعار الأسهم المتداولة ولأسعار الأسهم بشكل عام (جدول رقم ٢) حتى تراجع كل منهما إلى النمو السالب في عام ١٩٨٣ ولم يتعاف أي منهما حتى آخر ما تم الحصول عليه من بيانات (كانون الثاني ١٩٨٥).

جدول رقم (٢)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم بشكل عام
والرقم القياسي لأسعار الاسهم المتداولة
١٩٧٨ - ١٩٨٥

السنة	الرقم القياسي لأسعار الأسهم بشكل عام (د)	معدل النمو ٪	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المتداولة (ب)	معدل النمو ٪
١٩٧٨	١٠٩٢		١١٥٢	
١٩٧٩	١٢٨٢	١٧٤	١٤٣١	٢٤٢
١٩٨٠	١٦٧	٣٠٣	١٨٠	٢٥٨
١٩٨١	٢٠٧	٢٤	١٩٩٤	١٠٧
١٩٨٢	٢٣٢٩	١٢٥	٢٦٣٥	٣٢١
١٩٨٣	١٩٠٧	(١٨١)	١٩٨٧	(٢٤٦)
١٩٨٤	١٥١٩	(٢٠٣)	١٣٧٧	(٣٠٩)
١٩٨٥	١٣٦٢	(٦٤)	١٠٢	(٢٥٧)

الأرقام بين قوسين أرقام سالبة.
(أ) الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم بشكل عام مرجح برأس المال المكتتب به والرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المتداولة مرجح بعدد الأسهم المتداولة والمعدلة بقيمة دينار لكل سهم.

(ب) كانون الثاني ١٩٨٥.
المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية أعداد متفرقة عدا معدلات النمو حيث قام الباحث بحسابها.

وقد شعرت إدارة السوق بمظاهر هذا الركود منذ البداية حيث أن تقرير السوق المالية السنوي الخامس عن عام ١٩٨٢ أورد ما يفيد أنه قد حدث انكماش في عدد الأسهم المتداولة في النصف الثاني من ذلك العام^(٣) وورد في تقريرها السادس عن ١٩٨٣ ما يفيد أن السوق المالية بشقيها السوق الأولية والثانوية قد أظهرت تباطؤاً في معدلات النمو مقارنة مع الأعوام السابقة فقد أظهرت إحصائيات السوق الأولية نسباً ومعدلات معقولة في تجميع وتشكيل رأس المال للمشاريع المختلفة. ولكن بدرجة أقل من الأرقام والأحجام التي حققتها في الأعوام السابقة^(٤). وإن حركة أسعار الأسهم المتداولة تميزت خلال هذا العام (١٩٨٣) بهبوطها التدريجي على مدار العام وقد أشار الرقم القياسي العام لأسعار أسهم الشركات المتداولة بهبوط مقدره (٤٥٣) نقطة أو ما نسبته (٢٢٧٪) وذلك خلال الفترة الممتدة من ١/١/١٩٨٣ ولغاية ٢٨/١٢/١٩٨٣^(٥) وقد استمر هذا الركود في أعمال السوق إلى ما بعد أواسط عام ١٩٨٥ (قبل الانتهاء من هذه الدراسة) فقد تبين من نشرة سوق عمان المالية ليوم الثلاثاء ٧ أيار (مايو) ١٩٨٥ أن عدد الشركات التي تم تداول أسهمها بلغ (٥٠) شركة من أصل (٩٥) شركة مدرجة على الأقل^(٦) وأن ١٩ شركة من هذه الشركات الخمسين أي ما يعادل (٣٨٪) منها قد تم تداول أسهمها (أدى سعر نفذ) بأقل من دينار أردني واحد وهو الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي بموجب القانون الأردني^(٧).

كل هذا استدعى، التوقف قليلاً للتساؤل ما السبب يا ترى؟ وإلى متى سيستمر هذا التراجع؟

إن الإجابة على هذه التساؤلات تستوجب إلقاء نظرة تقييمية فاحصة وشاملة على البيئة التي نشأت وترعرعت فيها السوق بهدف تحديد معالمها وما طرأ عليها من تغيرات أثرت على السوق فيها بعد. والأسئلة التي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليها يمكن تحديدها فيما يلي:

١- ما هي معالم البيئة الاقتصادية والمالية التي نشأت وترعرعت فيها سوق عمان المالية وبالتالي ما هي العوامل التي أفرزتها هذه البيئة فدفعت بزخها سوق عمان المالية إلى مستويات عالية من النجاح في السنوات الأولى من عمرها؟ وما هي التغيرات التي طرأت على تلك البيئة فأفقدت العوامل المبحوث عنها زخها وأدت بنشاط تلك السوق الى التراجع؟

٢- ماهي معالم المستقبل المنظور بالنسبة لتلك السوق؟

ما كتب في الموضوع :

لاشك في أن موضوع التقلبات الاقتصادية التي تعاني منها الأنظمة الرأسمالية والدول الرأسمالية المتدخلة موضوع تم بحثه في العديد من المؤلفات والدوريات المتخصصة. كما أن موضوع الأسواق المالية وخصائصها ونشاطاتها أيضا من المواضيع المغطاة بشكل جيد في كثير من المراجع والمؤلفات المختصة بالادارة المالية وبأسواق رأس المال وبالاستثمار وبادارة محافظ الاستثمار وعلى الرغم من أن الكثيرين يهتمهم أمر سوق عمان المالية بشكل أو بآخر وعلى الرغم أيضا من أن بعض الندوات والمؤتمرات قد تم عقدها على مستوى العالم العربي لتعالج بعض القضايا التي تتعلق بالأسواق المالية في العالم العربي بشكل عام وكان آخرها مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية : واقعها ومجالات تطويرها^(١) وشارك فيه نخبة من رجال المال والأعمال في العالم العربي وعلى الرغم من وجود العديد من الدراسات التي تطرقت لدراسة نواحي متعددة في الاقتصاد الأردني^(٢) إلا أنه (وحسب علم الباحث) لم يتم حتى تاريخ البدء بهذا البحث (في الربع الثاني من عام ١٩٨٥) نشر أية دراسة تتعلق ببحث معالم البيئة الاقتصادية والمالية الأردنية في السنوات العشر الأخيرة من حيث تأثيرها سلبا أو إيجابا على سوق عمان المالية ونشاطها ولا بأي شكل من الأشكال.

أهمية هذه الدراسة :

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أمور أولها أصالتها فهي الأولى من نوعها وليست تكرارا لأية دراسة منشورة، وثانيها أنها تستهدف إبراز وتحليل عوامل نجاح سوق عمان المالية وأسباب تراجع نشاطها مما يساعد المهتمين بتلك السوق ومنهم إدارتها والمتعاملون معها من وسطاء ومستثمرين ومتخذي القرار والجمهور بشكل عام على فهم ظروف السوق بشكل أفضل فيساعدهم هذا كثيرا في جعل أحكامهم عليها أكثر موضوعية كما يساعد متخذي القرار في ترشيد قراراتهم المتعلقة بها وتنير أمامهم مجال التحرك الهادف إلى تعزيز نشاط السوق والمحافظة على زخم الحركة فيها وتساعدهم على تحديد اتجاهات ذلك التحرك.

منطلقات البحث :

ينطلق هذا البحث من الافتراضات البديهية التالية :

١- أن الأسواق المالية ومنها سوق عمان المالية لم تنشأ من فراغ ولا تعمل في فراغ بل هي وليدة عوامل تفرزها البيئة الاقتصادية والمالية وإلى حد ما الاجتماعية وهكذا فإن لهذه البيئة تأثيراً نشطاً وكبيراً على مدى نجاح أو إخفاق هذه الأسواق فالبيئة تفرز العوامل الفاعلة التي

قد تدفع بزخمها سوقا مالية ما إلى مستويات عالية النجاح او قد تعرقل أعمال هذه السوق وتعيقها.

٢- معدل نمو عدد الأسهم المتداولة في قاعة التداول في السوق الثانوية النظامية مؤشر صادق على حالة النشاط في السوق بشكل عام فزيادة هذا المعدل دليل على اضطراب النجاح، وثبات هذا المعدل مؤشر على وضع الاستقرار والثبات على مستوى معين من النشاط، وهبوطه مؤشر على تحرك نمو النشاط نحو الركود في السوق واستمرار هبوطه يشير إلى زيادة عمق الركود فيها.

٣- تقارير ونشرات سوق عمان المالية تحوي معلومات صادقة وموضوعية عن نشاط تلك السوق كما أن تقارير البنك المركزي الأردني والنشرة الاحصائية الشهرية التي يصدرها ذلك البنك، تحتوي على معلومات موضوعية وصادقة يمكن الاعتماد عليها.

مجال البحث:

تمتد فترة البحث زمنيا لتغطي إحدى عشرة سنة على الأقل تنتهي بنهاية عام ١٩٨٤ وهو آخر عام نشرت عنه سوق عمان المالية تقريراً سنوياً عند البدء بهذه الدراسة. وفي اعتقاد الباحث أن هذه الفترة كافية فهي تغطي أربع سنوات على الأقل^(١) قبل بدء السوق بأعمالها وتغطي السنوات السبع الأولى من عمر السوق وهي السنوات التي تتوافر فيها المعلومات الضرورية عن السوق لغايات هذا البحث حيث باشرت السوق عملها في مطلع عام ١٩٧٨.

أما مكانياً فيتسع مجال البحث ليغطي معلومات عن بلدان خارج حدود الأردن يكون للتغيرات الاقتصادية والمالية فيها تأثير كبير بشكل أو بآخر على البيئة الاقتصادية والمالية في الأردن.

منهاج البحث ومصادر المعلومات:

يهدف هذا البحث الى تحديد العوامل التي ادت الى تزايد نشاط سوق عمان المالية في بداية عهدها ثم تراجع هذا النشاط فيما بعد وسبيله الى ذلك هو الغوص الى جذور الأسباب التي أفرزت هذه النتائج ويرى الباحث أنه يمكن تصنيف هذه الأسباب إلى مجموعتين الأولى ترجع إلى البيئة الاقتصادية والمالية التي نشأت فيها سوق عمان المالية وترعرعت وعملت ولا تزال في ظلها إذن فهي عوامل يمكن وصفها بأنها عامة. والثانية أسباب تتعلق بالمتعاملين من حيث ثقتهم بالأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق وهي بالتالي عوامل خاصة.

وفي سبيل بحثه عن مجموعة العوامل العامة سيقوم الباحث باستعراض معالم البيئة الأردنية الاقتصادية والمالية التي أفرزت العوامل العامة التي أدت الى تزايد نشاط سوق عمان المالية في السنوات الأولى من عمرها ثم تحديد ما طرأ على هذه العوامل من تغييرات وفحص طبيعة هذه التغييرات واتجاهها وتأثيرها على قوة زخم تلك العوامل وعلى استمرارية قوة دفعها للسوق وبالتالي على قدرة السوق على المحافظة على مستويات النشاط التي حققتها كما سيعمل الباحث على استخلاص وتحديد العوامل الخاصة الأخرى التي أثرت سلبيا على ثقة المتعاملين بالأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق فساهمت في ركود أعمال السوق وعمقت ذلك الركود. سيعمل الباحث على استخلاص هذه العوامل من تقارير السوق ومذكراتها المنشورة حول نشاطاتها كل ذلك في محاولة للخروج بتوصيات عملية نابعة من صميم تلك العوامل تستهدف تنشيط السوق والخروج بها من وهدة الركود الذي سقطت نشاطاتها في أعماقه.

وقد استقى الباحث معلوماته من مصادر ثانوية بمعنى أنها بيانات منشورة وأهم هذه المصادر التقارير السنوية لسوق عمان المالية لغاية آخر تقرير صدر عن تلك السوق عند القيام بهذه الدراسة وهو التقرير السنوي السابع لعام ١٩٨٤ والتقارير السنوية والنشرات الاحصائية الشهرية التي يصدرها البنك المركزي الأردني والأدلة التي نشرتها سوق عمان المالية عن الشركات المساهمة العامة الأردنية بأجزائها الثلاثة إضافة إلى ما نشرته في الموضوع بعض الدوريات والنشرات المتخصصة وبعض الدراسات الميدانية (المنشورة وغير المنشورة) المتعلقة بدراسة بعض مظاهر الاقتصاد الأردني والتي قام بها باحثون مختلفون سترد الإشارة إليها في حينه.

مناقشة المعلومات:

ستتم مناقشة المعلومات على مستويين المستوى الاول مستوى البيئة الأردنية الاقتصادية والمالية التي كانت سائدة عام (١٩٧٨) عام إنشاء السوق وما قبله والمستوى الثاني العوامل العامة التي أفرزتها تلك البيئة فأدت الى تزايد نشاط هذه السوق في السنوات الأربع الاولى من عمرها وما طرأ على هذه العوامل من تغييرات أثرت سلبيا على زخمها وأدت الى تراجع النشاط في السوق فيما بعد. بالاضافة إلى بحث العوامل الخاصة الأخرى التي أثرت سلبيا على ثقة المستثمرين بالأوراق المالية بذلك النوع من الاستثمار.

أولا : ملامح البيئة الاقتصادية والمالية عام ١٩٧٨ وما قبله في الأردن:

تضافرت عدة عوامل في مطلع السبعينات من هذا القرن شجعت على التفكير بإنشاء سوق مالية في عمان بل على الإسراع في إنشائها ويمكن إجمال ملامح البيئة

الاقتصادية والمالية التي نشأت سوق عمان المالية في أحضانها في عام ١٩٧٨ (وما قبله) فيما يلي:

١- الموقع الجغرافي والاستقرار السياسي والوفاق الاجتماعي:

يتمتع الأردن باستقرار سياسي ووفاق اجتماعي متميز في المنطقة منذ مطلع السبعينات كما أن موقعه الجغرافي فرض عليه أن يكون خط الدفاع الأول عن الدول العربية النفطية في الخليج والسعودية ضد العدوان الاسرائيلي. هذا الموقع ألقى على الاردن مسؤوليات خاصة وأعباء كبيرة أفرزت اتفاقيات دعم الصمود كما أن الموقع جعل منه عمقا استراتيجيا للعراق ومونا رئيسيا له عن طريق ميناء العقبة.

كما أن قرب الأردن من لبنان وتمتعه بالاستقرار السياسي جعل منه ملجأ للعديد من الأسر اللبنانية وملاذبا لبعض الشركات العاملة هناك والتي اتخذت من الاردن مستقرا لها على أثر الأحداث في لبنان وبعدها في إيران.

إضافة إلى أن الاستقرار السائد في الأردن نَمَى الشعور بالطمأنينة لدى كثيرين على أسرهم فتركوها في الأردن واتجهوا للعمل في الدول المجاورة حيث تتوفر فرص عمل أفضل وأجور أعلى مكنتهم من تحويل الكثير من الأموال إلى أسرهم في الأردن فاستفادوا وأفادوا البلاد كثيرا فنشط العمران وازدهرت الأعمال ونشطت حركة بيع الأراضي خاصة في فصل الصيف من كل عام عند عودة الكثيرين من المغتربين إلى الأردن.

٢- توفر بعض الأدوات المالية الملائمة:

شرع البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام لأول مرة في تاريخ الأردن عام ١٩٧١ باسم سندات التعمير حيث كان رصيدها غير المسدد (٣) ملايين دينار في ذلك العام، وفي عام ١٩٧٧ تم إصدار سندات التنمية وكان رصيدها القائم في ذلك العام حوالي (٤١) مليون دينار.

كما قام البنك المركزي بإدارة إصدارات إسناد القروض التي قامت بطرحها بعض المؤسسات العامة في الاردن مثل مؤسسة المواصلات السلكية واللاسلكية التي أصدرت سندات عام ١٩٧٦ وتبعته إصدارات أخرى لعدة مؤسسات أردنية بلغ رصيدها القائم عام ١٩٧٧ حوالي مليون دينار.

أما أسهم الشركات المساهمة العامة فقد شهد عددها تطورا ونموا واضحا في فترة السبعينات فقد ارتفع عدد الشركات المسجلة في وزارة التجارة والصناعة من (٢٨) شركة

عام ١٩٧٠ الى (٦٦) شركة عام ١٩٧٨ وارتفع رأس المال المصرح به لهذه الشركات من (٤١٨) مليون دينار عام ١٩٧٠ الى (٢٠٧٩) مليون دينار عام ١٩٧٧ .

٣- وجود بعض المؤسسات المالية المتطورة:

شكلت بعض المؤسسات المالية المتطورة النواة الأولى للمتعاملين في السوق ومن هذه المؤسسات مؤسسات الجهاز المصرفي وعلى رأسها البنك المركزي الأردني ومؤسسات التوفير والادخار التعاقدية مثل شركات التأمين وصندوق التقاعد وصندوق التوفير البريدي .

فقد منحت مؤسسات الجهاز المصرفي الأردني حوالي ١٣٪ من تسهيلات الائتمانية إلى القطاع الصناعي عام ١٩٧٧ بفعل تشجيع البنك المركزي لها على ذلك كما احتوى الجهاز المصرفي على ست مؤسسات إقراض متخصصة ركزت على التمويل المتوسط والطويل الأجل الموجه للمشاركة الإنمائية وقد لعبت هذه المؤسسات دورا في إنشاء بعض المشاريع الصناعية والزراعية .

كما أن أكثر من ٩٥٪ من استثمارات صندوق التقاعد تركز في السندات الحكومية وأسهم الشركات عام ١٩٧٧ (وهو عام إنشائه) حيث بلغت استثماراته حوالي (٦) مليون دينار في السندات و(٨٥) مليون دينار في الأسهم في ذلك العام .^(١٥)

أما شركات التأمين فقد بلغ عددها (٢١) شركة في نهاية عام ١٩٧٥^(١٦) وبلغت استثماراتها في السندات وأسهم الشركات حوالي مليون دينار حيث يتم استثمار الودعية التي يوجب قانونها عليها الاحتفاظ بها لأمر وزير الصناعة والتجارة في تلك الأدوات .

أما الصرافون فقد بلغت استثماراتهم حوالي (٤) ملايين دينار في الأسهم (وصفرا) في السندات عام ١٩٧٧^(١٧) .

وعلى وجه العموم فقد بلغ مجموع استثمارات القطاع المالي في الاردن في السندات حوالي (٥٩) مليون دينار وحوالي (١٥٢) مليون دينار في الأسهم عام ١٩٧٧ .

٤ - ماورد في خطط التنمية بشأن إنشاء السوق :

أوصت جميع هذه الخطط بضرورة إنشاء سوق لرأس المال في الأردن يتم من خلاله تداول الأوراق المالية المختلفة من أسهم وسندات أملا بأن يكسب وجود مثل هذه السوق الورقة المالية الأردنية صفة السيولة ونظرا لما يتوقع أن تحققه هذه السوق من تنمية للادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الأردني من خلال قنوات استثمارية مختلفة . فقد بينت الخطة الخمسية (١٩٧٦ - ١٩٨٠) أنه في

سبيل تحقيق أهداف السياستين النقدية والاقتصادية في البلاد هنالك إجراءات ووسائل منها :

١ - الإسراع في إنشاء سوق لرأس المال (البورصة) بمساعدة المؤسسات الدولية المختصة ووضع الحوافز لتحويل الشركات العادية إلى شركات مساهمة عامة بالإضافة إلى تشجيع الشركات المساهمة العامة على إصدار السندات بهدف زيادة الأوراق المالية المتاحة في السوق .

٢ - يشجع البنك المركزي المؤسسات العامة التي تسمح قوانينها بإصدار سندات دين عام بأسعار فوائد منافسة بهدف زيادة الأوعية الادخارية المتاحة في المملكة ويقوم البنك المركزي بإدارة هذه الاصدارات .

٣ - تشجيع تأسيس شركات للادخار والاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك على أن تقوم الحكومة في هذا المجال بإنشاء صندوق استثمار مشترك لقبول أموال غير المقيمين والمغتربين من الأردنيين العاملين في الخارج . ومنح أموال الصندوق ميزات خاصة أهمها ضمان الحكومة للأموال المشتركة فيه . وتأمين حد أدنى من العائد للمشاركين فيه ، شريطة أن يتم تسديد المساهمات بالعملات الأجنبية ويتم استعمال الأموال المتاحة للصندوق في أغراض متعددة منها إنشاء الشركات الصناعية الجديدة والمساهمة في المشاريع التنموية وشراء السندات التي تصدرها الحكومة والشركات الصناعية العامة والاستثمار والعقارات .

٤ - الحد من اقتراض الحكومة عن طريق إصدار أذونات الخزينة والاستلاف من البنك المركزي والاستعاضة عن ذلك بإصدار السندات العامة . (١٨)

ولقد ركزت الخطة المذكورة على تسويق السندات للجمهور من أجل جذب مدخراتهم حيث حددت السياسة النقدية أن أحد أهدافها هو تسويق ٧٥٪ من إصدارات الدين العام للجمهور في داخل المملكة وخارجها . وقدرت قيمة تلك الإصدارات بمبلغ (٧٥) مليون دينار خلال سنوات الخطة .

٥ - تطور الادخار في الأردن :

يتألف مجموع الادخارات في بلد ما من ادخارات محلية وادخارات قومية . أما الادخارات المحلية في الأردن فيبين جدول رقم (٣) التالي أنها كانت (ولا تزال) سلبية ومتناقصة باستمرار خلال السنوات العشر السابقة لإنشاء سوق عمان المالية أي منذ عام ١٩٦٨ ولغاية الآن .

جدول رقم (٣)
تطور الادخارات المحلية من ١٩٦٨ - ١٩٨٣
المبالغ بملايين الدنانير الأردنية

السنة	الانتاج المحلي الإجمالي بسعر السوق	الإنفاق على الاستهلاك الخاص	الإنفاق الحكومي على الاستهلاك	الإنفاق على الاستهلاك النهائي	الادخارات المحلية ^(١)
١٩٦٨	١٥٦ر١	١٢٧ر٤	٥٥ر٩	١٨٣ر٣	(٢٧ر٢) ^(٢)
١٩٦٩	١٨٣ر٤	١٥٦ر٨	٦٤	٢٢٠ر٨	(٣٧ر٤)
١٩٧٠	١٧٤ر٤	١٥٢ر٨	٥٨ر٧	٢١١ر٥	(٣٧ر١)
١٩٧١	١٨٦ر٢	١٦١ر٧	٦٠ر٤	٢٢٢ر١	(٣٥ر٩)
١٩٧٢	٢٠٧ر٢	١٧٧ر٤	٦٨ر٣	٢٤٥ر٧	(٣٨ر٥)
١٩٧٣	٢١٨ر٣	١٨٣ر١	٨٠	٢٦٣ر١	(٤٤ر٨)
١٩٧٤	٢٤٧ر٣	١٩٩ر٨	٩٧ر٧	٢٩٧ر٥	(٥٠ر٢)
١٩٧٥	٣١٢ر١	٢٩٥ر٤	١١٠ر١	٤٠٥ر٥	(٩٣ر٤)
١٩٧٦	٤٢١ر٦	٣٦٢ر٦	١٥٥ر٩	٥١٨ر٥	(٩٦ر٩)
١٩٧٧	٥١٤ر٢	٤٧٠ر٥	١٥٦ر٦	٦٢٧ر١	(١١٢ر٩)
١٩٧٨	٦٣٢ر٢	٥٦٠ر٤	١٩٠	٧٥٠ر٤	(١١٨ر٢)
١٩٧٩	٧٥٣	٧٢٢ر٦	٢٣٥ر٣	٩٥٧ر٩	(٢٠٤ر٩)
١٩٨٠	٩٧٩ر٥	٨٢٤ر٥	٢٤٣ر٨	١٠٦٨ر٣	(٨٨ر٨)
١٩٨١	١١٨٢ر٥	١٠٧١ر٥	٢٨٥ر٩	١٣٥٧ر٤	(١٧٤ر٩)
١٩٨٢	١٣٤٣ر٢	١٢٢١ر٦	٣٤٦ر١	١٥٦٧ر٧	(٢٢٤ر٥)
١٩٨٣ ^(٣)	١٤٨٧ر٣	١٣٤٧ر٩	٣٧٩ر٦	١٧٢٧ر٥	(٢٤٠ر٢)

ملاحظة :

(أ) تم احتساب الادخار المحلي على أساس أنه = الانتاج المحلي الإجمالي لسعر السوق -
الانفاق على الاستهلاك النهائي .

(ب) الارقام بين قوسين أرقام سالبة .

(ج) أرقام عام ١٩٨٣ تعتبر أولية .

المصدر :

البنك المركزي الأردني ، النشرات الإحصائية الشهرية : (تشرين الثاني ١٩٧٩ حتى
كانون الثاني ١٩٨٥ جدول ٤٢، ٤٣) .

أما الادخارات القومية فموجبة ومتذبذبة وقد نمت بشكل سريع في العقد السابق لإنشاء السوق الأمر الذي اعتبر مؤشراً إيجابياً وتشجيعاً للحكومة للمضي قدماً في إنشائها على الرغم من أنها لا يمكن الركون إليها كثيراً بسبب اعتمادها بشكل كبير على عوامل خارجية لا يمكن الجزم باستمراريتها والتنبؤ بها مثل تحويلات المغتربين والتحويلات الخارجية للحكومة .

ويوضح جدول رقم (٤) التالي تطور الادخارات القومية في الأردن خلال الفترة ١٩٦٨ - ١٩٧٧ .

جدول رقم (٤)
تطور الادخارات القومية في الأسواق
١٩٦٨ - ١٩٨٣
بملايين الدنانير الأردنية

السنة	الدخل المتاح	الإنفاق على الاستهلاك النهائي	الادخارات القومية ^١
١٩٦٨	٢١٣ر٣	١٨٣ر٣	٣٠
١٩٦٩	٢٣٧ر١	٢٢٠ر٨	١٦ر٣
١٩٧٠	٢٢٠	٢١١ر٥	٨ر٥
١٩٧١	٢٢٨ر١	٢٢٢ر١	٦
١٩٧٢	٢٨١ر٢	٢٤٥ر٧	٣٥ر٥
١٩٧٣	٢٩٧ر٨	٢٦٣ر١	٣٤ر٧
١٩٧٤	٣٥٧ر٥	٢٩٧ر٥	٦٠ر٠
١٩٧٥	٤٧٦ر٢	٤٠٥ر٥	٦١ر٣
١٩٧٦	٦٦٢ر٠	٥١٨ر٥	١٤٧ر٠
١٩٧٧	٧٨١ر٧	٦٢٧ر١	١٤٣ر٦

(١) تم احتساب الادخار القومي على أساس أنه يساوي الدخل المتاح، والانفاق على الاستهلاك النهائي .

المصدر :

دائرة الإحصاءات العامة ، الدخل القومي ١٩٦٧ - ١٩٧٣ ، ١٩٧٥ - ١٩٧٦ .

٦ - أعمال الوساطة قبل إنشاء السوق :

أما فيما يتعلق بأعمال الوساطة قبل إنشاء السوق فقد شهدت السوق الأردنية وجود أربعة مكاتب متخصصة في بيع وشراء الأسهم قبل إنشاء السوق المالية المنظمة وكان الوضع السائد آنذاك كما يلي :

- ١ - أن عمليات ابتياع وتداول الأسهم كانت تتم بصورة بدائية غير متطورة
- ٢ - يبتاع الناس الأسهم من أجل الحصول على الأرباح السنوية لذا فإن هذا النوع من الاستثمار يمثل استثماراً حقيقياً وهو المرغوب به اقتصادياً .
- ٣ - فروق الأسعار بين البيع والشراء كانت ضئيلة (ولكن هذا الامر مشكوك فيه وخاصة إذا ما اضطر حامل السهم إلى التخلص منه في سبيل قضاء حاجاته المختلفة) .
- ٤ - أظهر الوسيطان اللذان تمت مقابلتهم ، أن قانون العرض والطلب كان المتحكم بأسعار الأسهم ولكن مثل هذا الادعاء يصعب تصديقه .
- ٥ - يمكن القول أن الوصف الاستاتيكي ينطبق على سوق الأسهم في ذلك الوقت وذلك لعدم تأثرها بشكل ملموس بالظروف المحيطة والتي من المفروض أن تؤثر على اتجاهات الأسعار وفي مقدمتها الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية لذا ومن هذا المنطلق نستطيع القول أنه لا توجد أية مؤشرات حقيقية معروفة ترشد إلى سلوك السوق وبالتالي تؤثر على الأسعار والكميات بصورة ملموسة .^(١٩)

ثانيا : العوامل المؤثرة في السوق :

كانت الفقرات السابقة هي الملامح العامة للبيئة الاقتصادية والمالية التي نشأت فيها وترعرعت في أحضانها سوق عمان المالية . أما العوامل التي أفرزتها تلك البيئة فساعدت على تزايد نشاط السوق في بداية عهدها وتباطؤه وتراجعها فيما بعد فيمكن تصنيفها إلى : عوامل عامة تؤثر على الاقتصاد الأردني وعلى عمل السوق بشكل عام وأخرى خاصة لها علاقة بالمستثمرين بالأوراق المالية وهي عوامل أدت إلى تدهور ثقة هذه الفئة من المستثمرين بذلك النوع من الاستثمار .

أما مجموعة العوامل العامة فتتضمن تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج - عوائد النفط في الدول العربية النفطية والسيولة العامة ، هيكل نظام معدلات الفائدة والسماح للأردنيين بفتح حسابات توفير بالدولار ، احداث لبنان ، والمضاربة بالاراضي ، حرب الخليج ، وأخيرا النواحي الفنية والاجراءات ذات العلاقة بعمل السوق والتي اتبعت لدى افتتاحها . وأما مجموعة العوامل الخاصة والتي أثرت سلباً على ثقة المستثمرين بالأوراق المالية فتتضمن عدم صدق الافصاح المالي ، نكول شركات الوساطة المالية عن القيام بدور الشركات صانعة الأسواق المتوقع منها وقصور شروط الادراج عن تحقيق سيولة الورقة

المالية واستمرارية التعامل بها والزيادة الكبيرة في تأسيس الشركات الوهمية وفيما يلي تفصيل هذه العوامل :

أ) العوامل العامة :

(١) عوائد النفط في الدول العربية النفطية :

ارتفعت العائدات النفطية للدول العربية البترولية ارتفاعا كبيرا بل تضاعفت في معظمها خلال الفترة ١٩٧٤ - ١٩٨٠ كما يبين جدول رقم (٥) التالي :

جدول رقم (٥)

العائدات النفطية للدول العربية مرتبة

حسب حجم معدل آخر ثلاثة اعوام من البيانات

١٩٧٤ - ١٩٨٣

ببلايين الدولارات الأمريكية

(لأقرب مائة مليون دولار)

البلد/ العام	٧٤	٧٥	٧٦	٧٧	٧٨	٧٩	٨٠	٨١	٨٢	٨٣
السعودية	٢٢٦	٢٥٧	٣٠٨	٣٦٥	٣٢٢	٥٧٥	١٠٢٢	١١٣٢	٧٠٥	٣٧١
ليبيا	٦٠	٥١	٧٥	٨٩	٨٤	١٥٢	٢٢٦	١٥٦	١٤٠	١٠٦
الامارات	٥٥	٦٠	٧٠	٧٧	٨٢	١٢٩	١٩٣	١٨٩	٩٤	٨١
العراق	٥٧	٧٥	٨٥	٩٦	١٠٢	٢١٣	٢٦١	١٠٤	٩٥	٩١
الكويت	٦٥	٦٣	٦٩	٧٧	١٦٩	١٧٩	١٤٩	٩٥	٨٣	
الجزائر	٣٣	٣٣	٣٧	٤٣	٤٦	٧٥	١٢٥	١٠٧	٨٥	٨٦
قطر	١٩	١٧	٢١	٢٠	٢٢	٣١	٤٨	٤٧	٣٢	٣٤
عمان	٠٨	١١	١٤	١٤	١٢	٢٢	٢٧	٣٣	٢٩	٢٩
مصر	-	-	٠٣	٠٦	٠٧	١٠	٢٧	٢٨	٢٧	٢٢
البحرين	٠٢	٠٣	٠٣	٠٤	٠٤	٠٨	١٢	١٤	١١	١١
سوريا	٠٤	٠٦	٠٧	٠٦	٠٧	١١	١٣	١٠	١٠	١٠
تونس	٠٢	٠٢	٠٢	٠٢	٠٢	٠٤	٠٥	٠٣	٠٣	٠٣

(٢) قيم الصادرات الرسمية.

المصدر : مجلة البترول والغاز العربي ، باريس ، عدد تموز ١٩٨٤

ومن الطبيعي أن هذه الزيادة في مداخيل الدول العربية النفطية أدت إلى زيادة عدد العاملين الأردنيين في السعودية ودول الخليج وانتعاش أوضاعهم وبالتالي زيادة حجم تحويلاتهم إلى الأردن كما أدت هذه الزيادة إلى ارتفاع حجم المساعدات العربية لدول

المواجهة ومنها الأردن وما رشح من أموال من الدول النفطية خلال تلك الفترة إلى الأردن والدول المجاورة لتلك الدول .

ولكن عام ١٩٨١ كان بداية فترة التحول بالنسبة لهذا العامل أيضا إذا أخذت مداخيل دول النفط بالتراجع كما هو موضح بجدول رقم (٥) .

وكان لهذا التراجع أثره على الأردن حيث بدأت بعض دول الخليج بالاستغناء عن بعض العاملين لديها ومن بينهم الأردنيون كما أن المساعدات المالية التي كانت تدعم بها الأردن بموجب مقررات مؤتمر بغداد أخذت بالتقلص فقد تناقصت هذه المساعدات من (١٣٠) مليون دينار عام ١٩٨٣ (بعد إعادة تقديرها عام ١٩٨٣) إلى (١٢٤) مليون عام ١٩٨٣ (بعد إعادة تقديرها عام ١٩٨٤) كما أن تحويلات الأردنيين من الخارج قد تأثرت سلبيا كذلك فانهخفض معدل نموها من ٤٤٪ عام ١٩٨١ الى ٥٠٪ عام ١٩٨٣ كما سيتم بيانه لاحقا .

٢ - حوالات العاملين في الخارج :

أشارت تقديرات وزارة العمل الأردنية لعام ١٩٨٠ إلى وجود حوالي (٣٠٥٤) ألف شخص يعملون خارج الأردن آنذاك استقطبت الدول العربية ما نسبته (٨٥٦٪) من إجمالي هؤلاء العاملين وتوزع الباقي على عدد من البلدان الأجنبية المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا الغربية وقد تركزت النسبة العظمى من إجمالي الأردنيين العاملين في السعودية (٤٥٨٪ منهم) وفي الكويت (٢٤٢٪ منهم) وفي الامارات العربية (٦٢٪ منهم) وهذا يعني ان مصدر ما يزيد على ثلث قيمة الحوالات للأردن من الخارج هو السعودية والكويت أما بقية الدول العربية فقد كانت قطر (٢٤٪) وليبيا (٢١٪) وعمان (٢١٪) . ويلاحظ أن جميع هذه البلدان بلدان نفطية عربية شهدت زيادة كبيرة على الطلب على الأيدي العاملة من الخارج لتقوم بتنفيذ العديد من المشاريع التنموية فيها وقد ازدادت شدة الطلب في هذه البلدان على الأيدي العاملة من الخارج بعد عام ١٩٧٣ بشكل ملحوظ بسبب الارتفاع الحاد في أسعار النفط والذي ترتب عليه حدوث زيادة كبيرة في حجم الإنفاق العام لإقامة وتنفيذ العديد من المشاريع التنموية في تلك البلدان .^(٣٠)

وتشير البيانات المتوفرة إلى أن معدل تحويلات العامل الأردني خلال ١٩٧٧ بلغ مستوى أعلى بكثير من الأقطار المصدرة للعمالة حيث بلغ (٢٠٢٤) دولارا مقابل (١٤٩٦) دولارا للعامل المصري و (١٥٢٣) دولارا للعامل اليمني .^(٣١) وقد بلغت قيمة تحويلات المهاجرين الأردنيين عام ١٩٧٧ حوالي (٤٥٥٣) مليون دولار ومعدل التحويل للفرد بلغ حوالي (٢٠٢٣٦) دولارا .^(٣٢) وتمثل أرقام تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج الواردة

ضمن ميزان المدفوعات الأردني المبالغ التي يقوم هؤلاء بتحويلها عن طريق الجهاز المصرفي وشركات الصرافة الأردنية العاملة في الضفة الشرقية أما مبالغ التحويلات التي ترد إلى المملكة من خلال الطرق الأخرى فلا تدخل ضمن هذه الأرقام مثل المبالغ النقدية التي يحضرونها معهم أو يحولونها مباشرة إلى أبنائهم الذين يدرسون في الخارج أو البنود التي لها علاقة مباشرة بهم مثل أجور النقل . . . الخ وقد تبين أن حوالي ثلث قيمة الحوالات الواردة إلى المملكة ترد عبر أجنبية غير أجنبية الجهاز المصرفي كما أن ما يزيد عن خمس الحوالات المقدرة لا تندرج تحت أي بند من بنود ميزان المدفوعات الأردني^(٣٣) وفيما يلي جدول رقم (٦) الذي يبين حجم التحويلات الواردة إلى المملكة عبر قنوات الجهاز المصرفي وشركات الصرافة الأردنية فقط وهي تشكل حوالي (٧٠٪) من إجمالي التحويلات الحقيقية للأسباب المذكورة أعلاه .

جدول رقم (٦)
إجمالي التحويلات الواردة إلى المملكة بملايين الدنانير كما وردت في ميزان
المدفوعات ومعدلات نموها

السنة	حوالات الأردنيين العاملين في الخارج بملايين الدنانير الأردنية	معدل النمو
١٩٧٦	١٣٦ر٤	-
١٩٧٧	١٥٤ر٨	١٣ر٥٪
١٩٧٨	١٥٩ر٤	٣٪
١٩٧٩	١٨٠ر٤	١٣٪
١٩٨٠	٢٣٦ر٧	٣١٪
١٩٨١	٣٤٠ر٩	٤٤٪
١٩٨٢	٣٨١ر٩	١٢٪
١٩٨٣	٤٠٢ر٩	٥ر٥٪

المصدر :

الأرقام المطلقة : البنك المركزي الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ، النشرة الإحصائية الشهرية ، أعداد متفرقة . جدول رقم ٢٥ .

من الجدول السابق يتبين أن حجم تحويلات القوى العاملة في الخارج إلى المملكة استمر في الزيادة عاما بعد عام خلال الفترة (١٩٧٨ - ١٩٨١) سواء بالأرقام المطلقة أم بمعدل النمو حيث ارتفعت هذه التحويلات من (١٥٩ر٤) مليون دينار إلى (٣٤٠ر٩) مليون دينار عام ١٩٨١ وارتفع معدل النمو من (١٣٪) إلى (٤٤٪) .

وقد قدرت دراسة صادرة عن دائرة الأبحاث والدراسات في البنك المركزي الأردني عام ١٩٨١ أن ثلث تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج يتم تحويلها بطريقة أو بأخرى إلى المناطق المحتلة.^(٢٤) وقد بلغ إجمالي المبالغ التي وردت إلى المملكة عبر الجهاز المصرفي خلال ١٩٧٤ - ١٩٨١ حوالي ١ر٣ بليون دينار وقد وازت هذه التحويلات ١٤٧٪ من عائدات المملكة من صادراتها من البضائع وغطت ما نسبته ٤١ر٣٪ من العجز في الميزان التجاري والذي بلغ حوالي ثلاثة بلايين دينار خلال نفس الفترة^(٢٥).

وقد تبين من دراسة خاصة أن نسبة الذين اشتروا سندات حكومية وأسهماً بلغت (٦ر٣٪) من عينة جرى اختيارها لدراسة إنفاق أسر المغتربين الأردنيين^(٢٦) بالإضافة إلى ما تقدم فقد لعبت تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج دورا هاما ولكن غير مباشر في مجالات الاستثمار المختلفة وذلك من خلال التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك التجارية للقطاعات الاقتصادية المختلفة وذلك لأن قدرة البنوك على منح التسهيلات تتوقف على حجم الودائع لديها ولدى مقارنة ودائع غير المقيمين في البنوك التجارية الأردنية التي تمثل في معظمها حسابات الاردنيين العاملين في الخارج مع مجموع ودائع البنوك التجارية يتضح لنا تزايد الأهمية النسبية لهذا النوع من الودائع خلال الفترة ١٩٧٠ إلى ١٩٨١ حيث كانت حوالي ٤٪ من المجموع عام ١٩٧٠ وأصبحت حوالي ١٥٪ منه عام ١٩٨١.^(٢٧)

كما أن تدفق التحويلات انعكس على عرض النقد (M١) في المملكة بصورة جلية حيث شكلت نسبة التحويلات إلى عرض النقد حوالي (٣٥٪) للفترة ١٩٧٣ - ١٩٨١.^(٢٨)

كل هذا انعكس إيجابيا بشكل مباشر وغير مباشر على حركة التداول في سوق عمان المالية ولكن الأوضاع لم تستمر على ذلك إذ انقضى شهر غسل التحويلات بنهاية عام ١٩٨١ حيث اخذ معدل نموها بالتباطؤ بسرعة منذ ذلك الحين ليصبح ١٢٪ عام ١٩٨٢ و ٥ر٥٪ عام ١٩٨٣ بعد أن كان ٤٤٪ عام ١٩٨١ كما هو واضح في الجدول رقم (٦) وتعود أسباب هذا التباطؤ إلى أن معظم الأردنيين العاملين في الخارج يعملون في دول نفطية وقد تأثرت تحويلاتهم سلبيا بأوضاع تلك الدول .

إن تباطؤ معدل نمو التحويلات لا بد وأنه حمل آثاراً سلبية على الاستثمار بالأسهم

والسندات وعزز تأثير العوامل الأخرى التي أثرت سلبيا على حجم ذلك الاستثمار كما سيأتي بيانه ، فولدت الركود الذي تعاني منه السوق حاليا وعمقته .

السيولة العامة :

توفر الأموال السائلة من نقد وشبه نقد في الأردن في السنوات التي سبقت إنشاء السوق

جدول رقم (٧)
نمو عرض النقد في الأردن ١٩٧٤ - ١٩٨٤
الأرقام المطلقة لأقرب مليون دينار

البيان الزمن	النقد لدى الجمهور	ودائع تحت الطلب	عرض النقد M1	معدل النمو	شبه النقد	عرض النقد M2	معدل النمو
١٩٧٤	١١٥	٥٥	١٧٠	-	٤٧	٢١٧	-
١٩٧٥	١٣٩	٧٩	٢١٨	%٢٨	٥٩	٢٧٧	%٢٨
١٩٧٦	١٦١	١٠٢	٢٦٣	%٢١	٩٥	٣٥٨	%٢٩
١٩٧٧	١٨٨	١٢٧	٣١٥	%٢٠	١٢٤	٤٣٩	%٢٣
١٩٧٨	٢١٩	١٥١	٣٧٠	%١٧	٢٢٧	٥٩٧	%٣٦
١٩٧٩	٢٧٥	١٩٧	٤٧٢	%٢٨	٣٠١	٧٧٣	%٢٩
١٩٨٠	٣٥٢	٢٤٣	٥٩٥	%٢٦	٣٩٠	٩٨٥	%٢٧
١٩٨١	٤١٢	٢٨٩	٧٠١	%١٨	٤٧٨	١١٧٩	%٢٠
١٩٨٢	٤٧٠	٣١٨	٧٨٨	%١٢	٦١٦	١٤٠٤	%١٩
١٩٨٣	٥١٦	٣٥٣	٨٦٩	%١٠	٧٤٦	١٦١٥	%١٥
١٩٨٤	٥٣١	٣٤٨	٨٧٨	%١	٨٨٠	١٧٥٨	%٩

المصدر :

الأرقام المطلقة : دائرة الأبحاث والدراسات ، البنك المركزي الأردني ، النشرة الإحصائية الشهرية العدد (٧) ، مجلد (١٥) تموز ١٩٧٩ ، جدول ٢ . والعدد ٧ ، المجلد ٢٠ تموز ١٩٨٤ جدول ٢ .

وفي السنوات الأولى من عمرها . فقد نما عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) والشامل (M2) نموا كبيرا خلال السبعينات واولئ الثمانينات مما نشط التعامل في السوق آنذاك وجدول رقم (٧) يبين أن عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) حافظ على معدل نمو تراوح

بين ١٩٨٤٪ و ٢٨٤٪ خلال سنوات الفترة ١٩٧٤ - ١٩٨٠ وكذلك الحال فقد حافظ عرض النقد بمفهومه الأكثر شمولاً (M2) على مستويات أعلى من النمو حيث تراوح معدل نموه بين ٢٧٤٪ و ٣٦١٪ في نفس الفترة الأمر الذي يدل على توفر السيولة بسبب تدفق الأموال إلى الأردن من مصادر متعددة ومنها ما رشح من أموال من دول النفط العربية المجاورة ومن تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج خلال تلك الفترة مما ساعد كثيراً على تنشيط سوق عمان المالية عن طريق استثمار جزء لا بأس به من هذه الأموال في أسهم الشركات المدرجة بينها .

ولكن عام ١٩٨١ شكل بداية التحول في هذا الاتجاه إذا أخذت معدلات نمو عرض النقد تتباطأ باضطراد كما هو واضح من الجدول رقم (٧) حيث انخفض معدل نمو عرض النقد الضيق إلى مجرد ١٪ عام ١٩٨٤ وبمفهومه الأكثر شمولاً إلى ٨٫٨٪ في نفس العام الأمر الذي كان نتيجة لعدة عوامل منها انخفاض عائدات النفط للدول النفطية وهبوط معدلات نمو تحويلات العاملين في الخارج وعدم وفاء بعض الدول العربية بالتزاماتها تجاه الأردن بموجب اتفاقيات دعم الصمود هذه التطورات انعكست آثارها السلبية على السيولة العامة في البلد وبالتالي أثرت سلباً على نشاط سوق عمان المالية بشكل عام .

٤ - هيكل نظام معدلات الفائدة والسماح للأردنيين بفتح حسابات توفير بالدولار :

ترتبط قيمة الدينار الأردني بسلة من حقوق السحب الخاصة مكونة من خمس عملات رئيسية وهي الدولار الأمريكي والمارك الألماني والفرنك الفرنسي والجنيه الاسترليني والين الياباني . وتحجم السلطات النقدية في الأردن عن تعويم أسعار الفائدة لأنها تعتقد أن السماح بالتعويم سيؤدي إلى تدمير المستثمرين الرئيسيين الذين سيتحولون إلى مجرد مودعين حيث سيقبلون على الإيداع في البنوك والاستثمار في السندات ويعرضون عن الصناعة .^(٢٩)

ولأن الفوائد المحلية منخفضة جداً بالنسبة للفوائد التي تدفع على الدولارات أخذ الأردنيون يحولون حساباتهم من الدينار إلى حسابات بالدولار على أمل جني المزيد من الأرباح ففي الفترة ما بين أيار وآب عام ١٩٨٣ مثلاً انخفضت قيمة الدينار بمقدار ٢٧٧٪ بالنسبة للدولار مما مثل ربحاً مقداره ١١٪ لأولئك الذين حولوا مدخراتهم للدولار .^(٣٠)

أضف إلى ذلك هبوط أسعار الأسهم في السوق النظامية الذي شهده عام ١٩٨٣ وبالتالي هبوط العوائد الممكن تحقيقها من التعامل بالأسهم أو حتى تراجعها إلى السالب في تقرير سوق عمان المالي السادس لعام ١٩٨٣ .^(٣١) كل ذلك أدى إلى زيادة الركود في أعمال السوق مما خفض حجم التداول وجر معدل نموه إلى منطقة السالب كما تم بيانه في جدول رقم (١) .

٥ - أحداث لبنان والمضاربة بالأراضي :

عندما بدأت أحداث لبنان في نيسان عام ١٩٧٥ كان الأردن (ولازال) يتمتع باستقرار سياسي واقتصادي وكان يحقق معدلات نمو جيدة مما ساعد على اجتذاب العديد من المشاريع التي اختارت عمان مركزا لها علما بأن بعض المشاريع اللبنانية اختارت طهران أو أثينا أو قبرص مقرا لها ولكن عمان كان لها نصيب لا بأس به منها . وقد تنبّهت الحكومة الأردنية إلى ذلك فسعت إلى دعم السوق المالية المحلية وتحسين شبكة الاتصالات السلوكية واللاسلكية بين مدن المملكة وبين المملكة والعالم الخارجي وأسّرت في إصدار القوانين التي هدفت إلى جعل عمان سوقا مالية نشيطة متنافسة بذلك مع العواصم الأخرى التي سعت إلى ملء الفراغ الذي تركه تراجع بيروت وقد ولد ذلك نشاطا ملموسا في قطاع البناء في الأردن حيث ارتفعت حدة أزمة السكن بتدفق أعداد لا بأس بها من المواطنين اللبنانيين إلى الأردن واستعدادهم لدفع مبالغ لا بأس بها لقاء أجرة السكن مما دفع بالكثير من الأردنيين إلى إنشاء العديد من الشقق فارتفعت أجور العمال وأثمان مواد البناء وأثمان الأراضي مما نتج عنه موجة مضاربة بالأراضي زاد من حدتها تدفق تحويلات العاملين في الخارج إلى الأردن بعد عام ١٩٧٥ فارتفعت أسعارها إلى آفاق عالية وأثرى العديد من المتعاملين بالأراضي بين عشية وضحاها وتوفرت السيولة العامة وازدهرت الأعمال بشكل عام وارتفعت المدخرات القومية من (٦) ملايين دينار عام ١٩٧١ إلى حوالي (١٤٤) مليون دينار عام ١٩٧٧ (العام السابق لافتتاح سوق عمان المالية) مما دفع بالمسؤولين عن التخطيط في الأردن إلى التعجيل بقيام السوق نتيجة تزايد الشعور بالحاجة إلى وجودها . وعلى الرغم من أن الأردن ظل يتمتع بالاستقرار السياسي مما جعل منه ملجأ آمنا للمشاريع إلا أن العوامل الأخرى قد تراجعت . فقد توقف تدفق الإخوة اللبنانيين وعاد العديد منهم إلى وطنهم فيما بعد بعد أن تأكدوا أن الأزمة اللبنانية ليست أزمة عابرة وأن عليهم التعايش معها ، كما أن الحكومة الأردنية وضعت من التشريعات واتخذت من الإجراءات ماخفف كثيرا من حدة اندفاع موجة المضاربات بالأراضي فتجمدت الأسعار وانحسر مد التعامل وعانت بعض الشركات العقارية صعوبات مادية أثرت سلبا على بعض مؤسسات القطاع المصرفي في الأردن إلى الحد الذي حدا بالبنك المركزي أن يطلب من البنوك أن تحتفظ بمخصص للديون المشكوك فيها لا يقل عن ١٪ من احتياطياتها .

كل هذه الأحداث كان لها أثرها السلبي على قدرة سوق عمان المالية على المحافظة على زخم النشاط الذي شهدته تلك السوق في السنوات الأولى من عمرها .

٦ - حرب الخليج :

كان لنشوب حرب الخليج في أيلول عام ١٩٨٠ وموقع الأردن الملاصق للعراق

وتأييده له وقيامه بدور الممون له أثر كبير في توسيع قاعدة الإنتاج في الأردن بسبب زيادة الطلب على السلع والخدمات داخليا نتيجة لارتفاع المداخيل في فترة المضاربة بالأراضي وفترة زيادة تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج ، وخارجيا بسبب ازدياد الطلب على الإنتاج الأردني من قبل العراق فتوسعت صناعات كانت تعاني بعض الصعوبات وتأسست صناعات أخرى جديدة وتأسست شركات نقل مشتركة لنقل البضائع من ميناء العقبة إلى العراق ونشطت حركة السياحة من العراق للأردن في بداية الأمر فتم عدد السياح عام ١٩٨٢ إلى ١٢١٪ عما كان عليه عام ١٩٨١ ولكن استمرار الحرب ودخولها عامها الخامس أنك قوى الدولتين المتحاربتين . وانخفض عدد القادمين من دول الخليج (باستثناء الأردنيين) بمعدل ١٦٪ عام ١٩٨٣ ويعتبر هذا النقص هاما لأن هؤلاء السياح يشكلون عادة نصف عدد زوار الأردن ^(٣٢) .

كل ذلك أثر على سوق عمان المالية بشكل غير مباشر فتقلص حجم التدفقات النقدية التي كانت تدخل للأردن عن طريق هذه المصادر .

٧ - النواحي الفنية :

والمقصود بها الإجراءات التي استهلكت بها السوق أعمالها سواء في مجال التشريع أو مجال الإدراج والتطبيق .

فمن الإجراءات التي كان لها أثر كبير في نجاح السوق ، والدفاع عنها في سنواتها الأولى ما يلي :

أ - إلزام البنك المركزي والبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة وكل شركة مساهمة عامة أردنية ببلغ رأسمالها المدفوع مائة ألف دينار أو أكثر ووسطاء السوق المعتمدين - إلزام جميع هؤلاء بأن يكونوا أعضاء في السوق . ونتيجة لذلك نما عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة بالدينار نموا كبيرا خلال الأعوام الأولى من عمر السوق ولغاية عام ١٩٨٠ فقد نما عدد الأسهم المتداولة بمعدلات عالية جدا كانت بمستوى (١٦٩٪) عام ١٩٧٩ و (١٧٤٪) عام ١٩٨٠ وكذلك نمت قيمة هذه الأسهم بالدينار فقد كان معدل نموها (١٨٢٪) عام ١٩٧٩ و (١٦١٪) عام ١٩٨٠ كما يوضح جدول رقم (١) .

ب - قيام شركات الوساطة المالية بالبيع والشراء لصالح محافظها بعد أن تم تنظيم هذه العمليات حسب راسمال تلك الشركات ولكن تبين فيما بعد أن هذه الشركات نكصت عن القيام بهذا الدور (دور صانعة السوق) فيما بعد كما سيأتي بيانه لاحقا .

ح - تشجيع إنشاء بنوك الاستثمار والشركات المالية للقيام بتغطية الإصدارات الجديدة

في السوق الأولية . وقد تم إنشاء البنك الإسلامي للتمويل والاستثمار وبنك الاستثمار العربي وعدد من الشركات المالية وقد قام بعض هذه الشركات بتغطية بعض الإصدارات في السوق الأولية .

ولكن هذه الإجراءات الفنية فقدت زخمها بمرور الزمن مثلها مثل العوامل الأخرى التي أدت إلى إنشاء السوق ودفعتها إلى النشاط بزخم شديد في بداية عمرها عما تم بيانه ونتج عن ذلك أن تراجعت معدلات نمو حجم الأسهم المتداولة وحجم قيمتها السوقية كما ورد في الجدول رقم (١) حيث يلاحظ أن معدلات نمو حجم الأسهم المتداولة في السوق الثانوية وحجم قيمتها السوقية أخذت بالتباطؤ السريع منذ عام ١٩٨١ ، فهبط معدل نمو عدد الأسهم المتداولة بسرعة مذهلة ليصبح عام ١٩٨٣ أقل من خمس ما كان عليه بقليل عام ١٩٧٩ وليصبح سالبا عام ١٩٨٤ وكذلك عانى معدل نمو القيمة السوقية للأسهم المتداولة بالدينار نفس التباطؤ السريع ليصل الى مستوى ١٠٪ عام ١٩٨٢ أي إلى حوالي ٥٦٪ مما كان عليه عام ١٩٧٩ وليصبح سالبا عام ١٩٨٤ . وما هذا التراجع إلا محصلة للهبوط الذي طرأ على زخم العوامل التي أدت إلى نجاح السوق في أعوامها الأولى .

أضف إلى ذلك أن أسعار الأسهم عرفت التراجع أيضا حتى وصلت معدلات نموها إلى السالب عام ١٩٨٣ واستمرت كذلك لغاية كتابة هذه المادة كما ورد في جدول رقم (٢) في بداية هذا البحث .

ب - العوامل الخاصة :

هنالك مجموعة من العوامل الخاصة التي لعبت دورها السلبي على نشاط سوق عمان المالية فساهمت في وصولها إلى مستويات الركود التي تعاني منها حاليا ولسوف يتبين مما يلي أن جميع هذه العوامل ساهم بشكل أو بآخر في إضعاف ثقة المستثمر بالسوق مما ساعد في خلق الركود وتعميقه . وأهم هذه العوامل ما يلي : الزيادة الكبيرة في تأسيس الشركات الوهمية والافصاح المالي غير الصحيح وقصور شروط الإدراج عن خلق استمرارية التعامل على مستوى السهم ونكول شركات الوساطة المالية عن قيامها بدور الشركات صانعة الأسواق . وفيما يلي تفصيلات هذه العوامل .

١ - ضعف ثقة المستثمر :

من مظاهر ضعف ثقة المستثمر في الأوراق المالية استمرار إحجام المستثمرين عن شراء الأسهم بالرغم من وصول أسعارها إلى مستويات أقل من القيمة الحقيقية والفقيرة لها بل أقل من القيمة الاسمية لها فقد بلغ عدد الشركات التي تم التداول في أسهمها طبقا

لإحدى نشرات سوق عمان المالية خمسين شركة فقط من أصل (٩٥) شركة مدرجة أي ما يشكل حوالي (٥٣٪) من مجموع الشركات المدرجة بيعت أسهم (١٩) شركة (أي ٣٨٪) منها بأسعار تقل عن الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي في الأردن وهولندا أردني واحد^(٣٣). هذا الأمر يبين عمق الركود الذي تعاني منه السوق ويعزى ذلك إلى ضعف ثقة المستثمر الأردني في الأوراق المالية هذا الضعف الممكن تبريره بالعوامل التالية :

١ - "سوء أوضاع بعض الشركات وسوء إدارتها وضعف كوادرها وضعف معدلات توزيع الأرباح النقدية لديها وظهور تلاعب مالي على مستوى الإدارة العليا والمتوسطة في بعض الشركات المالية والصناعية والتجارية وهي على الرغم من أنها حالات فردية إلا أنها ذات تأثير نفسي عام سلبي على المستثمرين وقد ساعد على ذلك ضعف أساليب الرقابة المالية الداخلية والخارجية على تلك الشركات وكذلك عدم متابعة أوضاع تلك الشركات عن كثب من قبل المؤسسات ذات العلاقة"^(٣٤).

٢ - الزيادة الكبيرة في تأسيس الشركات الوهمية :

ظهرت عام ١٩٨٢ ظاهرة جديدة عندما اتخذ نفر من المستثمرين تأسيس الشركات مهنة لهم فصاروا يؤسسون الشركات المتنافسة وخاصة في قطاع الخدمات ويحيطونها بهالة كبيرة من الدعاية الكاذبة فيجذبون أعداداً هائلة من المكتتبين حتى أن نسبة التغطية بلغت في بعض الحالات عدة مئات بالمائة ووصلت إلى حد (١٥٥٤٪) من عدد الأسهم المطروحة لإحدى الشركات عام ١٩٨٢ كما يبين الجدول التالي :

جدول رقم (٨)
الحد الأعلى لنسب تغطية الإصدارات الجديدة
١٩٧٨ - ١٩٨٢

السنة	عدد الشركات التي طرحت أسهمها	الحد الأعلى الذي وصلته نسبة تغطية الإصدارات الجديدة
١٩٧٨	٩	٣١٩٪
١٩٧٩	١٠	٧٥٠٪
١٩٨٠	٢٢	٦٢٦٪
١٩٨١	١٨	٨٧٦٪
١٩٨٢	٢٤	١٥٥٤٪

المصدر : التقارير السنوية لسوق عمان المالية .

ويقوم المؤسسون بعد ذلك ببيع أسهمهم فوراً ليحققوا أرباحاً خيالية ويتركون الشركة لمصيرها بين يدي المكتتبين الذين يكتشفون اللعبة بمرور الزمن فتضعف ثقتهم ويحاولون التخلص من مساهماتهم فينعكس ذلك سلباً على أسعار الأسهم وعلى حركة التداول وقد تنبّهت السلطات فيما بعد لهذه اللعبة فقامت بسن تشريع يمنع المؤسسين من بيع أسهمهم التأسيسية قبل مضي ثلاث سنوات على تأسيس الشركة وعلى الرغم من أن هذا الاجراء قد نجح بعض الشيء في معالجة هذه الظاهرة إلا أن ظاهرة تركيز تأسيس الشركات في القطاع الواحد وخاصة في قطاع الخدمات والتجارة لا تزال مستمرة مما اتحم السوق الأردنية بمثل هذه الشركات التي لا حاجة لها بها وخاصة الشركات المتنافسة والتي تنتج سلعا أو خدمات كمالية بديلة مما أضعف أرباح هذه الشركات وأضعف إنجازاتها وبالتالي أضعف ثقة المستثمر بها فأخذ يسعى للتخلص من أسهمها التي اكتتب بها وأعرض عن اقتناء أسهمها إن لم يكن قد اكتتب بها أصلاً خاصة بعد أن تكون الهالة الدعائية الكبيرة التي تحاط عادة بها هذه الشركات عند إنشائها قد بهتت بظهور الحقائق مع الزمن . كل هذا يساهم بشكل أو بآخر في ظهور الركود في أعمال السوق وتعميقه .

٣ - الإفصاح المالي غير الصحيح :

المقصود بالإفصاح المالي إظهار كافة المعلومات الأساسية المتعلقة بمنشأة ما والتي قد تؤثر على عملية اتخاذ القرار لدى كل فئة من المهتمين من حملة أسهم ومستثمرين ودوائر حكومية ذات علاقة . فالإفصاح المالي يهدف إلى توفير معلومات كافية ومتكاملة وعادلة وغير مضللة عن الوضع المالي لمنشأة ما .

إن إعطاء صورة واضحة وحقيقية عن واقع منشأة ما يساعد المستثمر كثيراً في اتخاذ قراره ويساعد على تصحيح أية أوضاع غير سليمة ومعالجتها منذ البداية وقبل انتشار الخطر وبالتالي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في الأوراق المالية بشكل عام وفي الأسهم بشكل خاص .

أما من حيث السندات فإن الإفصاح المالي ونشر المعلومات المالية عن المؤسسات المصدرة لها أمر هام ولكنه ليس بنفس درجة أهمية حالة الأسهم لا سيما وأن حركة التداول في السندات في سوق عمان المالية تكاد تكون معدومة مقارنة مع قيمة الإصدارات لهذه السندات ومقارنة مع حركة التعامل بالأسهم وذلك بسبب عدم إقبال الجمهور على الاكتتاب بهذه السندات حيث لا تشكل حصة الأفراد سوى (٣٪) من قيمة سندات التنمية التي بلغت حوالي (٨٣) مليون دينار عام ١٩٨٢ أما اسناد قرض الشركات المساهمة والمؤسسات العامة فقد بلغت قيمة إصداراتها القائمة حوالي (٤٠) مليون دينار لم تتجاوز فيها حصة الأفراد ٢٪ بينما نجد ٩٢٪ فيها في محافظ البنوك التجارية في ذلك العام^(٣٥) .

وتلعب إدارة سوق عمان المالية دوراً هاماً في إعطاء صفة الأهمية للإفصاح المالي

والنشر فبالإضافة إلى الحد الأدنى من المعلومات المالية التي تطلب إدارة السوق من الشركات المدرجة أن تنشرها فإن إدارة السوق لها نشاطات معروفة في مجال إيصال المعلومات للمستثمرين ومن أبرز هذه النشاطات : إصدار دليل الشركات في ثلاثة أجزاء وبث حركة الأسعار وتقييم دراسات الجدوى الاقتصادية للشركات المزمع إنشاؤها وترسيخ أسس الإفصاح المالي ونشر المعلومات وإصدار نشرة شهرية تتضمن نشاط حركة التداول للشركات المدرجة وتضمن التقرير السنوي العام للسوق بيانات هامة عن الشركات المدرجة وإصدار دراسات غير دورية لربحية الشركات .

وعلى الرغم من كل هذا تبيّن لإدارة السوق^(٣) أن بعض الشركات تلجأ إلى التلاعب بأرقام تقاريرها السنوية (الميزانية والأرباح والخسائر) بشكل لا يعكس أوضاعها الحقيقية فيظهرها شركات رابحة (على الرغم من أنها تحقق خسائر) ويخفي عيوب إدارتها وإن صح هذا الأمر فإن هذه الممارسات تهبط بالتقارير السنوية في مثل هذه الشركات فتجعل منها وسيلة للتلاعب بدلا من أن تكون أداة للإفصاح المالي السليم وتفتي عنها صفة الصدق في التعبير عن الأوضاع المالية الحقيقية . وهذا الأمر من أخطر الممارسات التي يمكن أن تؤثر سلبا على نفسية وثقة المستثمر في مجال الأوراق المالية عند اكتشافه لهذا التلاعب وتأتي خطورة هذا الأمر من أن المستثمر يفقد الثقة ليس في الشركات التي يتم اكتشاف تلاعبها فحسب بل ويتعداها إلى جميع الشركات خاصة وأن المستثمر لا تتوفر لديه الوسائل والأساليب التي تمكنه من التمييز بين الشركات الصادقة والشركات المتلاعبة .

٤ - قصور شروط الإدراج عن خلق استمرارية التعامل على مستوى السهم :

إن من الوظائف المهمة للأسواق المالية خلق استمرارية التعامل وإكساب الورقة المالية صفة السيولة . ولاستمرارية التعامل مستويان : مستوى الورقة المالية (السهم أو السند) ومستوى السوق . ويمكن تحقيق استمرارية التعامل في السوق عن طريق انعقادها دوريا . وأما العوامل التي تؤدي إلى توليد الاستمرارية بالنسبة لورقة ما (السهم العادي مثلا) فهي وجود عدد كبير من حملة الأسهم في الشركة الواحدة وكبر حجم الشركة الواحدة وكبر حجم الشركة ذاتها . لذا حرصت البورصات العالمية ومنها بورصة نيويورك على وضع شروط معينة تتعلق بهذا الأمر يجب أن تتوفر في الشركة قبل أن توافق على إدراجها فمن هذه الشروط مثلا : يجب أن يكون عدد من يحملون ١٠٠ سهم من أسهم تلك الشركة لا يقل عن ٢٠٠٠ مساهم وأن يكون عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور من أسهم تلك الشركة لا يقل عن مليون سهم . .

- ونظرة فاحصة على شروط الإدراج في سوق عمان المالية تبين أن هذه الشروط قد أغفلت ما يؤدي إلى خلق هذه الاستمرارية فهي قد أغفلت :
- ١ - تحديد الحد الأدنى لعدد من يحملون حداً أدنى من أسهم الشركة التي تطلب الإدراج لضمان استمرارية التعامل في أسهم تلك الشركة .
 - ٢ - تحديد الحد الأدنى لعدد الأسهم المتداولة بين الجمهور للشركة التي تطلب الإدراج .
- إن غياب هذين الشرطين^(٣٧) أدى إلى ظهور عدد من الشركات المدرجة والتي لا يتم التعامل بأسهمها كما هو موضح من جدول رقم (٩) التالي حيث يتبين أن نسبة الشركات المدرجة التي لا يتم التداول بأسهمها مطلقاً يتراوح بين ١١٩٪ و ١٤٪ من مجموع الشركات المدرجة في كل عام منذ ١٩٧٨ ولغاية ١٩٨٣ .

جدول رقم (٩)
عدد الشركات المدرجة التي لا يتم التعامل بأسهمها
ونسبتها إلى مجموع الشركات المدرجة
خلال الفترة ١٩٧٨ - ١٩٨٣

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد الشركات التي تم تداول أسهمها	عدد الشركات التي لم يتم تداول أسهمها	نسبة الشركات التي لم يتم تداول أسهمها إلى مجموع الشركات المدرجة
١٩٧٨	٦٧	٥٧	١٠	١٤٫٩٪
١٩٧٩	٧١	٧٠	١	١٫٤٪
١٩٨٠	٧١	٦٦	٥	٧٪
١٩٨١	٧٢	٦٩	٣	٤٫٢٪
١٩٨٢	٨٦	٨٢	٤	٤٫٧٪
١٩٨٣	٩٥	٩٠	٥	٥٫٣٪

المصدر : الأرقام المطلقة : مجموعة من تقارير سوق عمان المالية السنوية .
كما أن المتتبع لتقارير سوق عمان المالية السنوية يرى بوضوح تام أن السوق لم تنجح في خلق استمرارية التعامل بالسندات ولا بإكسابها صفة السيولة فقد ورد في التقرير السنوي السادس للسوق عن عام ١٩٨٣ ما يلي :

”لم يشهد السوق الثاني للسندات عام ١٩٨٣ أي نشاط ملحوظ له بل على العكس من ذلك حصل تراجع في حركة تداول السندات سندات التنمية واسناد القرض للشركات المساهمة والمؤسسات العامة مقارنة مع الأعوام السابقة“^(٣٨) .

٤ - تكوّن شركات الوساطة المالية عن قيامها بدور الشركات صانعة الأسواق :

سعت سوق عمان المالية ومنذ البداية إلى تطوير خدمات الوساطة المالية من خلال ترخيص عدد من شركات الوساطة المتخصصة والمتفرغة لأعمال سوق رأس المال لتكون شركات صانعة للسوق Market Makers عن طريق العمل على تنشيط تداول الأوراق المالية من خلال تمويل عمليات التداول في السوق الثانوية فتقوم بوظيفة التغطية والتوزيع والتسويق للأوراق المالية اعتباراً من مرحلة الإصدار الأولى لها وقد نما عدد شركات الوساطة المالية حتى وصل إلى (٢٨) شركة بلغت رؤوس أموالها إلى ما يزيد على (٤٥) مليون دينار في منتصف عام ١٩٨٢ منذ أغلقت السوق باب ترخيص مثل هذه الشركات لمدة سنتين من تاريخه (٣٨) .

ولكن ثبت أن هذه الشركات لم تساهم في التمويل القصير الأجل لتمويل عمليات التداول في السوق الثانوية بشيء وخاصة في الآونة الأخيرة مما عمق الركود في السوق المالية كما أنها لم تقم بواجبها كصانعة للسوق مما أضعف الثقة بنيتها (وحتى بقدرتها) على القيام بما هو متوقع منها كصانعة للسوق وهو الدور الرئيسي والحيوي المتوقع منها للمساعدة في توفير صفة السيولة والاستمرارية للأوراق المالية المتعامل بها من أسهم وسندات .

وماذا عن المستقبل ؟

مما سبق تبين أن الظروف المساعدة التي واكبت السوق في السنوات الأولى من عمرها لم تستمر على ما كانت عليه وفقدت زخها فقل ما كانت ترفد به الاقتصاد الأردني بشكل عام من أموال ساعدت على نمو السوق وازدهارها وتوسعها وما يدعو إلى الحذر أن التراجع في معظم هذه العوامل أمر أثبت أنه ليس مجرد سحابة صيف وأكثر ما نخشاه أنه قد يستمر لفترة من الصعب التنبؤ بمدىها لا سيما وأنه من الطبيعي أن تفقد بعض هذه العوامل زخها بفعل مرور الزمن .

ولا نستطيع أن ننكر ما قامت به إدارة السوق من جهود لتطبيق الوضع والحد من النتائج السيئة مثل المقترحات التي تقدمت بها في تقريرها الخامس بشأن علاج بعض مظاهر الركود ، وكذلك لا ننكر جهود البنك المركزي لتنشيط السوق مثل قراره الذي أصدره في آذار عام ١٩٨٤ الذي ألزم كل بنك مرخص في الأردن بأن يمتلك ما لا يقل عن ١٥٪ من رأسماله واحتياطياته بشكل أسهم في شركات صناعية وإنتاجية ولكن هذا القرار أثبت أيضاً أنه كان محدود الأثر وعرضي التأثير حيث أنه نشط السوق لفترة لا تزيد على عشرة أيام عاد بعدها مؤشر أسعار الأسهم وحجم التداول إلى الانخفاض .

والأمل معقود على سياسة تنشيط القطاع الخاص التي استهدفتها حكومة السيد زيد الرفاعي الأخيرة في الأردن وقراراتها بإعفاء رعايا دول مجلس التعاون الخليجي من متطلبات تأشيرة الدخول والإقامة والاتفاقيات المتعددة المعقودة مع جمهورية مصر العربية وافتتاح طريق العقبة نوبيع وتكليف وزارة التجارة والصناعة الأردنية لفريق من المختصين بدراسة وسائل وأساليب تنشيط الصادرات الأردنية والشائعات عن اعتزام الحكومة الحالية الرجوع عن بعض القرارات التي اتخذتها حكومات سابقة بهدف تنشيط حركة بيع وشراء الأراضي وكذلك إعلان الحكومة الحالية عن مضاعفة الجهود لاكتشاف المزيد من البترول ، كل هذه الأمور قد تؤدي ثمارها فتعيد للعوامل المؤثرة في سوق عمان المالية زخمها وتخلق عوامل جديدة تؤثر إيجابيا في السوق فتعيد لها نشاطها وحيويتها .

إضافة إلى المقترحات القصيرة الأجل والطويلة الأجل التي تقدمت بها سوق عمان المالية في مذكرتها المنشورة في جريدة الدستور في عديدها الصادرين في ٧ و٦ أيار ١٩٨٥ بهدف تنشيط السوق وإعادة الثقة إلى نفوس المتعاملين بالأوراق المالية ، فمن هذه المقترحات ما يركز على نواحي الإفصاح المالي وبعضها ما يركز على تنظيم ترخيص الشركات الجديدة بحيث لا تزيد عن حاجة القطاع الذي ستخدمه لا سيما قطاع التجارة والخدمات وبعضها له علاقة بالتشريعات والقوانين وآخر له علاقة بتنظيم عمليات تحويل ملكية الأسهم بحيث تكون مركزية لجميع الشركات وحفز الشركات المالية على النهوض بالدور المطلوب منها كصناعة للأسواق . . الخ .

جميع هذه المقترحات يمكن وصفها بأنها محاولة جادة لمعالجة العوامل الخاصة التي تم بحثها آنفاً وهناك أمل كبير في أن علاج السلبات الناتجة عن هذه العوامل قد يعمل على إعادة الكثير من الثقة التي فقدتها المستثمر .

الخلاصة والاستنتاجات :

سعت هذه الدراسة إلى تحديد الأسباب التي أدت الى تزايد نشاط سوق عمان المالية في السنوات الأولى من عمرها بشكل ملحوظ وتقييم قدرة السوق على الاستمرار في تحقيق هذه المستويات العالية من النشاط . فتبين أن البيئة الاقتصادية والمالية التي سادت الأردن في العقد السابع وأوائل العقد الثامن من هذا القرن أفرزت عوامل عامة دفعت بزخمها سوق عمان المالية إلى مستويات عالية من نمو النشاط في السنوات الأولى من عمرها وأخرى خاصة أثرت سلبا على ثقة المستثمرين بالأوراق المالية . وقد تم بحث كل من العوامل العامة والخاصة بالتفصيل .

وقد تبين أنه بمرور الزمن واعتبارا من عام ١٩٨٢ على وجه التحديد ، تعرضت

البيئة المالية والاقتصادية في الأردن الى هبوط في معظم عناصرها من حيث معدلات النمو عن المستويات التي كانت سائدة في السنوات الأولى من عمر السوق مما أفقدها زخمها وأثر بشكل سلبي وفعال على السوق بشكل عام فعانت من الركود في أعمالها . كما رافق ذلك ظهور تأثير العوامل الخاصة السلبي على ثقة المستثمرين فعمق ذلك الركود الذي اتخذ مظهرين الأول منها التباطؤ المضطرب في نمو حجم التداول وتراجعته الى السالب والثاني تراجع أسعار الأسهم المتداولة وتحقيقها لمعدلات سالبة أيضا ولا مفر من الاعتراف بأنه ليس هناك في الوقت الحاضر مؤشرات تدل على أن مسار التغير في هذه العوامل سوف يتبدل نحو الأحسن في المستقبل المنظور مما يجعل مستقبل السوق وقد رتها على التغلب على الركود الحالي وعودتها الى مستويات نمو النشاط التي شهدتها في بداية عهدها أمرا غير مؤكد في الوقت الراهن على الأقل على الرغم من جهود إدارة السوق وسعي البنك المركزي الأردني لتنشيطها .

إلا أن الإجراءات والقرارات التي اتخذتها حكومة السيد زيد الرفاعي الجديدة والتي تهدف إلى تنشيط القطاع الخاص بشكل عام وإلى استعادة التضامن العربي والمقترحات التي تقدمت بها السوق مؤخرا (إذا ما تم تنفيذها) تنعش الآمال بقدرتها على التأثير إيجابيا على السوق في المستقبل ولكن على المدى الطويل .

التوصيات :

وفي ضوء ما سبق نرى أن البيئة الأردنية الاقتصادية والمالية والعامة لها تأثير مباشر وخاص على نشاط سوق عمان المالية ولذا فإن التوصيات الممكن الخروج بها لتنشيط هذه السوق تتخذ اتجاهاين الأول يتعلق بالعوامل العامة وهو طويل الأجل ويمكن حصر بنوده بما يلي :

- أ - ١ - الإسراع في تنشيط القطاع الخاص في الأردن بشتى الوسائل بما فيها الاستفادة من إمكانيات التعاون مع الدول العربية المجاورة .
 - أ - ٢ - استعادة الوفاق والتضامن العربي لما لذلك من آثار إيجابية على البيئة الاقتصادية والمالية في الأردن وبالتالي على السوق المالية فيها .
- ومن حسن الحظ أن جميع هذه التوصيات إما قيد البحث وإما قيد التنفيذ من متخذي القرار في البلد في الوقت الراهن .

وأما الاتجاه الثاني فيتعلق بالنواحي الفنية والعوامل الخاصة وهو طويل الأجل أيضا ويستهدف تشجيع المستثمرين على استعادة ثقتهم بالتعامل بالأوراق المالية ويمكن حصر بنوده بما يلي :

- ب - ١ - توصي إدارة السوق والمؤسسات الحكومية ذات العلاقة مثل البنك المركزي الأردني

ووزارة التجارة والصناعة وغيرها من المؤسسات ذات العلاقة بأن تزيد من جهودها في تعميق السوق عن طريق تسهيل عمليات التبادل ونقل الملكية وتخفيض تكاليف التعامل بالنسبة للمستثمر والوكيل وتأمين حضور السوق عربيا ودوليا عن طريق دراسة إمكانية إدراج شركات غير أردنية لغايات التعامل بأسهمها في الأردن وتمكين الرعايا غير الأردنيين من التعامل بالسوق^(٣٩).

ب - ٢ - العمل على النهوض بدقة ونوعية وكمية الإفصاح المالي والتشديد على ذلك .
ب - ٣ - العمل على زيادة كفاءة السوق بالمعنى الصحيح للكلمة^(٤٠) عن طريق التشديد على دقة المعلومات ونشر المزيد منها عن أوضاع الشركات المدرجة وتمكين أكبر عدد ممكن من المهتمين من الحصول على هذه المعلومات بأقل ما يمكن من التكاليف .

ب - ٤ - تعديل شروط الإدراج بحيث يصبح بالإمكان ضمان استمرارية التعامل على مستوى الورقة المالية وبالتالي ضمان سيولتها ويجب أن تشمل التعديلات اشتراط توفر حد أدنى لعدد الأسهم المتداولة للشركة طالبة الإدراج وحد أدنى لحملة أسهم تلك الشركة وحد أدنى من السنوات المتتالية التي تكون الشركة قد قامت خلالها بتوزيع فعلي للأرباح قبل إدراجها .

ب - ٥ - حفز الشركات المالية على القيام بدورها المتوقع منها كصناعة للسوق لضمان سيولة الورقة المالية .

الهوامش

- (١) Lawrence S . Ritter & William L . Silber , **Principles of Money : Banking & Financial Market** . (New York , Library of Congress) 1980 . P . 55 .
- (٢) يطلق على الأدوات المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات إسم الأوراق المالية Financial Papapers أما الأدوات المالية القصيرة الأجل فيطلق عليها اسم الأوراق التجارية ز
- (٣) هشام البساط : الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف (بيروت ، اتحاد المصارف العربية) ، ١٩٧٥ ص ٢١ .
- (٤) Hirt & Block fundamentals of Investment Management and Strategy , (Richard D . Irwin , Homewood , 111 . , 1983) , p . 34 .
- (٥) Joseph . M . Burns , **A Treatise on Markets , Spot , Futures and Options** (Washington D . C . 1979) , pp . 6 , 31 , 58 .
- (٦) للباحث بحث آخر بعنوان "تقييم سوق عمان المالية داخليا : نطاق العمل ، الوظائف والفعاليات ومستوى الكفاءة" يتم فيه بحث وظائف السوق المالية النموذجية وصفاتها ، كما ينبغي أن تكون عليه وتقييم سوق عمان المالية في ضوء ذلك . . . ويمكن اعتباره مكملا لهذا البحث - قيد النشر في هذه المجلة .

- (٧) سوق عمان المالية ، التقرير السنوي الخامس لعام ١٩٨٢ ، ص ٥ ، سيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي :
التقرير الخامس للسوق .
- (٨) سوق عمان المالية ، التقرير السنوي السادس لعام ١٩٨٣ ، ص ١٤ ، وسيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : التقرير السادس للسوق .
- (٩) المرجع السابق ، ص ٢٥ .
- (١٠) كما هي نهاية عام ١٩٨٣ .
- (١١) جريدة الدستور الأردنية - عدد يوم الثلاثاء ١٩٨٥/٥/٧ ، صفحة ٧ .
- (١٢) عقد في أبو ظبي في أوائل ، شباط (فبراير) عام ١٩٨٥ برعاية صندوق النقد العربي .
- (١٣) هنالك العديد من هذه الدراسات منها على سبيل المثال لا الحصر ما كتبه كل من :
أ - حري النبوي وسليم أمين أبو الشعر ، حوالات العاملين في ضوء واقع هجرة الأردنيين إلى الخارج ، عمان ، البنك المركزي الأردني - دائرة الأبحاث والدراسات ، ١٩٨٢ .
ب - يسام الساكت : تطوير وتنمية التحويلات : دراسة مقدمة إلى المؤتمر الخاص بالهجرة الدولية في العالم العربي ، اللجنة الاقتصادية لغرب آسيا ، بيروت ، ١٩٨١ .
ج - تيسير عبد الجابر " استثمار واستخدام الموارد البشرية الأردنية " مجلة العمل ، العدد ١٩ (١٩٨٢) ص ٦ - ٧ .
د - عادل لطفي اسعد " القوى العاملة في الأردن " مجلة العمل ، العددان ١٣ ، ١٤ (١٩٨١) ص ٣٦ - ٣٩ .
- هـ - مركز دراسات الوحدة العربية والمعهد العربي للتخطيط في الكويت : العمالة الأجنبية في اقطار الخليج العربي ، بيروت ، مركز دراسات الوحدة العربية ١٩٨٣ .
- و - اسماعيل سعيد زغلول ، تحويلات الأردنيين وتأثيرها على الاقتصاد الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ، البنك المركزي الأردني ، آب ١٩٨٤ .
- ز - جليل بدر طريف : قروض الأردن الخارجية ودورها في التنمية الاقتصادية ، البنك المركزي الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ، آب ١٩٨٤ .
- (١٤) هنالك جداول في هذا البحث تحتوي على معلومات لسنوات تقع قبل عام ١٩٧٤ .
- (١٥) البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي الرابع عشر لعام ١٩٧٧ ، وسيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي - تقرير البنك المركزي لعام ١٩٧٧ .
- (١٦) وزارة الصناعة والتجارة : مديرية مراقبة التأمين ، التقرير السادس عن أعمال التأمين في الأردن ١٩٧٣ - ١٩٨١ ، عمان ١٩٨٢ ص ٩ . سيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : التقرير السادس عن مراقبة أعمال التأمين .
- (١٧) طلال جوارنه ، سوق عمان المالي وأهميته في الاقتصاد الأردني ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية ، ١٩٨٤ ، ص ٣٣ . سيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : جوارنه : سوق عمان المالي .
- (١٨) المجلس القومي للتخطيط ، خطة التنمية الخمسية الأولى (١٩٧٦ - ١٩٨٠) ، عمان ، الأردن ، ص ٦٠ ، سيشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : خطة التنمية الأردنية الخمسية الأولى .
- (١٩) جوارنه ، سوق عمان المالي ، ص ٤١ - ٤٥ .

- (٢٠) اسماعيل زغلول ، تحويلات الأردنيين وتأثيرها على الاقتصاد الأردني ، البنك المركزي الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ، عمان ، الأردن ، ١٩٨٤ ، ص ١٣ - ١٤ . ويشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : زغلول ، تحويلات الأردنيين .
- (٢١) زغلول ، تحويلات الأردنيين ، ص ١٩ .
- (٢٢) Saad Eddin Ibrahim , *The New Arab Social Order* , (Croom Helm , London , England , 1982) , p. 36 & 72 .
- (٢٣) زغلول ، تحويلات الأردنيين ، ص ٢٥ - ٣١ .
- (٢٤) عبد اللطيف أبو حجلة ، دراسات في اقتصاديات المناطق المحتلة (البنك المركزي) الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات (١٩٨١) ص ٢١ ، ص ٢٤ . ويشار إلى هذا المرجع فيما بعد كما يلي : أبو حجلة دراسات .
- (٢٥) زغلول ، تحويلات الأردنيين ، ص ٤٣ .
- (٢٦) بسام الساكت ، تطوير وتنمية التحويلات ، ويشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي : الساكت ، تطوير .
- (٢٧) زغلول ، تحويلات الأردنيين ، ص ٦٥ .
- (٢٨) المرجع السابق ، ص ٨٠ .
- (٢٩) انظر نص المقابلة مع محافظ البنك المركزي الأردني الذي نشرته جريدة الدستور في ملحقها الخاص ، المال والبنوك في الأردن . بتاريخ . ٢٠ آب (أغسطس) ، ١٩٨٤ ، ص ٢ - ٤ .
- (٣٠) المرجع السابق .
- (٣١) سوق عمان ، التقرير السادس ، ص ٢٥ .
- (٣٢) جريدة الدستور الأردنية ، ملحق خاص : المال والبنوك في الأردن ، ٢٠ آب (أغسطس) ١٩٨٤ ، ص ٤ - ٢ .
- (٣٣) نشرة سوق عمان المالي ليوم الثلاثاء ١٩٨٥/٥/٧ المنشورة في جريدة الدستور الأردنية الصادرة بذلك التاريخ .
- (٣٤) مذكرة سوق عمان المالي المنشورة في عدد جريدة الدستور الصادر يوم الاثنين ١٩٨٥/٥/٦ ص ٧ ويشار لهذا المرجع فيما بعد كما يلي مذكرة سوق عمان في جريدة الدستور .
- (٣٥) التقرير السنوي الخامس لسوق عمان المالي ، ١٩٨٢ ، ص ٩١ - ٩٢ .
- (٣٦) مذكرة سوق عمان في جريدة الدستور ، مرجع سابق ، عدد الاثنين : ١٩٨٥/٥/٦ ص ٧ وعدد الثلاثاء ١٩٨٥/٥/٧ ص ٧ .
- (٣٧) ليس من الضرورة أن تكون هذه الحدود الدنيا مرتفعة كما هي الحال في بورصة نيويورك ولكن من المفيد أن تكون عند مستويات معقولة تضمن استمرارية أكثر للتعامل على مستوى الورقة .
- (٣٨) المرجع السابق ، ص ١٣٣ .
- (٣٩) بعد التأكد من جدوى هذين الأمرين وتأثيرهما على الاقتصاد الأردني بشكل عام وعلى المستثمر الأردني بشكل خاص .
- (٤٠) السوق الكفوة هي السوق التي تعكس أسعار الأسهم فيها جميع المعلومات المتوفرة عن الشركة المصدرة بحيث تتغير هذه الأسعار بما يتلاءم من تغير العائد الفعلي المرغوب فيه من اقتنائها ذلك العائد الذي يجب أن يتلاءم مع مستوى المخاطرة التي يتضمنها اقتناء ذلك السهم .

المراجع

أ) بالعربية .

- (١) إسماعيل سعيد زغلول، تحويلات الأردنيين وتأثيرها على الاقتصاد الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات . البنك المركزي الأردني ، آب ١٩٨٤ .
- (٢) د . بسام الساكت . تطوير وتنمية التحويلات ، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الخاص بالهجرة الدولية في العالم العربي ، اللجنة الاقتصادية لغربي آسيا ، بيروت ، ١٩٨١ .
- (٣) د . تيسير عبد الجابر ، "استثمار واستخدام الموارد البشرية الأردنية" ، مجلة العمل العدد ١٩ (١٩٨٢)
- (٤) جريدة الدستور الأردنية عدد يوم الاثنين ٦ مايو (ايار) ١٩٨٥ وعدد يوم الثلاثاء ، ٧ مايو (ايار) ١٩٨٥ .
- (٥) جريدة الدستور الأردنية ، ملحق الدستور الخاص : المال والبنوك في الأردن ، ٢٠ آب (اغسطس) ١٩٨٤ .
- (٦) جليل بدر طريف : قروض الأردن الخارجية ودورها في التنمية الاقتصادية ، البنك المركزي الأردني دائرة الأبحاث والدراسات ١٩٨٤ .
- (٧) حربي النبوي وسليم أمين أبو الشعر ، حوالات العاملين في ضوء واقع هجرة الأردنيين إلى الخارج ، عمان ، البنك المركزي الاردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ١٩٨٢ .
- (٨) دائرة الأبحاث والدراسات ، البنك المركزي الأردني ، النشرة الاحصائية الشهرية أعداد متفرقة منذ عام ١٩٧٩ حتى كانون الثاني عام ١٩٨٥ .
- (٩) دائرة الأبحاث والدراسات ، البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي الرابع عشر لعام ١٩٧٧ ، عمان الأردن .
- (١٠) دائرة الإحصاءات العامة الأردنية ، الدخل القومي ١٩٦٧ - ١٩٧٣ ، ١٩٧٥ - ١٩٧٦ ، عمان ، الأردن .
- (١١) سوق عمان المالي ، التقرير السنوي الخامس ١٩٨٢ والسادس ١٩٨٣ والسابع ١٩٨٤ .
- (١٢) مركز دراسات الوحدة العربية والمعهد العربي للتخطيط في الكويت : العمالة الأجنبية في أقطار الخليج العربي ، بيروت ، مركز دراسات الوحدة العربية ١٩٨٣ .

- (١٣) المجلس القومي للتخطيط (في الأردن) ، خطه التنمية الخمسية الأولى ١٩٧٦ - ١٩٨٠ . عمان ، الأردن .
- (١٤) مجلة البترول والغاز العربي ، باريس ، عدد تموز (يوليو) ١٩٨٤ .
- (١٥) عادل لطفي : أسعد ، ”القوى العاملة في الأردن ، مجلة العمل ، العددان ١٣ ، ١٤ (١٩٨١)
- (١٦) عبد اللطيف أبو حجلة ، دراسات في اقتصاديات المناطق المحتلة ، البنك المركزي الأردني ، دائرة الأبحاث والدراسات ، عمان ، الأردن ١٩٨١ .
- (١٧) طلال جوارنة ، سوق عمان المالي وأهميته في الاقتصاد الأردني ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، الجامعة الأردنية ١٩٨٤ .
- (١٨) هشام البساط ، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت ١٩٧٥ .
- (١٩) وزارة الصناعة والتجارة الأردنية ، مديرية مراقبة التأمين ، التقرير السادس عن أعمال التأمين في الأردن ١٩٧٣ - ١٩٨١ عمان ، الأردن ، ١٩٨٢ .

ب) بالانجليزية.

- 1) Burns , Joseph M . , **A Treatise On Markets , Spot , Futures and Options** Washington D . C . , 1979 .
- 2) Hirt , Geoffrey a . ,Block , Stanly B . , **Fundamentals of Investment Management and Strategy** , Richard D . Irwin , Homewood , 111 . , 1983 .
- 3) Ibrahim , saad Ed deen , **The New Arab Social Order** , Croom Helm , London , England , 1982 .
- 4) Ritter , Lawrence S . & Silber & William L . , **Principles Of Money : Banking & Financial Market** , Library of congress , New York , 1980 .

Amman Financial Market Its Past, Present and Future

Zeyad Ramadan

It has been found that the factors affecting Amman Financial Market (AFM) can be grouped into: general economic factors and special technical ones. The general economic factors have lost their momentum since 1982. As a result, the (AFM) activity has started to slow down since then. The special factors such as inaccurate financial disclosure, establishing "paper-corporations", inability of the listing requirements to create a continuous market, and reluctance of the financial corporations to play their role as market makers — all of these factors have accelerated the momentum of the slow down movement of the market.

The remedy will be a long-range one and of two dimensions: general and technical. At the general level, the government of Jordan is recommended to:

1. activate the Jordanian private sector.
2. help enhance solidarity among most of the Arab States, if it is impossible to do that at the Arab World level. At the technical level, the study has presented specific suggestions that help:
 1. achieve more depth to the market.
 2. enhance the quantity, quality and accuracy of financial disclosure.
 3. enhance market efficiency
 4. make listing requirements more conducive to creating a continuous market.
 5. encourage the Jordanian financial corporations to play their role as market creators.