

تقويم سوق عمان المالية داخلياً نطاق العمل، الوظائف والفعاليات، مستوى الكفاءة

زياد رمضان

كلية الاقتصاد والعلوم الادارية - الجامعة الأردنية

مقدمة:

أسست سوق عمان المالية في عام ١٩٧٨ وانقضى للآن^(١) ما يقارب ثماني سنوات على بدئها بالعمل. والمتتبع لنشاطها وفعاليتها يرى أنها واجهت بعد انقضاء النصف الأول من هذه الفترة (١٩٧٨ - ١٩٨٥) ركوداً عميقاً في أعمالها بدأ في عام ١٩٨٢ واستمر لغاية اعداد هذه الدراسة^(٢). أن فترة ثماني سنوات تتعدى مرحلة الانشاء ذات الطبيعة الخاصة، وتستدعي القاء نظرة فاحصة على نطاق عملها وطبيعته، وفعاليتها في القيام بوظائفها، وكفاءتها كسوق للأوراق المالية.

ويمكن القول بأنه (وفي حدود علم الباحث) لم تجر أية دراسة تقييمية لسوق عمان المالية من وجهة النظر هذه، وهو ما تسعى هذه الدراسة إلى القيام به ومن هنا تأتي أهميتها فهي أصيلة بمعنى أنها لا تشكل تكراراً لاية دراسة سابقة، كما أنها تكمل ما قام به الباحث سابقاً من دراسة مظاهر وأسباب الركود التي تعاني منها السوق منذ عام ١٩٨٢ إضافة إلى أن هذه الدراسة مهمة لأنها تستهدف إبراز نواحي القوة والضعف في السوق، كما تبرز وتحلل مدى ما يتوفر فيها من خصائص وصفات تقترب بها من الوضع النموذجي لاسواق الأوراق المالية، أو تبعد بها عنه، كما أنها تبرز أسباب وعوامل نجاحها أو ضعفها، مما يساعد المهتمين بها من مستثمرين ووسطاء وإدارة، ومن يهمهم استمراريتها ونجاحها، مسؤولين ومتعاملين، على فهم ظروفها وما تتصف به بشكل أكثر عمقا، فيساعد هذا المستثمرين كثيراً في ترشيد قراراتهم الاستثمارية كما يساعد متخذي القرار من المسؤولين

الذين تعينهم استمرارية السوق وكفاءتها وفعاليتها في القيام بوظائفها في ترشيد قراراتهم أثناء سعيهم إلى تعزيز مكانة السوق والمحافظة على زخم الحركة فيها. أما الأسئلة التي تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة عليها فهي:

- ١ - من حيث نطاق العمل: هل سوق عمان المالية سوق مالية حقاً؟
- ٢ - من حيث طبيعة العمل وفعالية سوق عمان في القيام به: ماهي الوظائف التي تقوم بها أسواق الأوراق المالية النموذجية؟ وما مدى قيام سوق عمان بها؟
- ٣ - من حيث الصفات النموذجية: ماهي صفات أسواق الأوراق المالية النموذجية واين تقع سوق عمان المالية منها؟

ولسوف يتم تقسيم الدراسة إلى أقسام تتلاءم والموضوعات التي تبحثها هذه الاسئلة وهي: نطاق العمل، طبيعة العمل، وكفاءة السوق.

أولاً: نطاق العمل: هل سوق عمان المالية سوق مالية حقاً؟

السوق المالية: مكوناتها ونطاق عملها: تشكل السوق المالية همزة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة ادوات ومؤسسات متخصصة فهي تهيم الفرصة للارصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول ايدي الباحث عنها (Ritter & Silber, 1980) وللسوق المالية مكونات:

فالمؤسسات التي تقوم بتحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الاجل خلال مدة محددة لمواجهة الطلب عليها يطلق عليها اسم السوق النقدية وهذه السوق جزء مهم من السوق المالية يتخصص في الأدوات الشديدة السيولة القصيرة الاجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الايداع والاوراق 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 ايصال ادخاراتهم الى المستثمرين. وهكذا فللسوق المالية جزء هام آخر هو سوق الأوراق المالية^(٣) ولها شكلان متكاملان الأول هو السوق الأولية Primary Market 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 الاصدار وتوزيعه اضافة إلى البنك

المركزي الذي يصدر أدوات الدين العام الداخلي مثل السندات نيابة عن الحكومة. والثاني هو السوق الثانوية أو سوق التداول. وهي السوق التي يتم فيها تداول الاصدارات (الأسهم والسندات) بعد الاكتتاب بها بين حاملها وبين مستثمر آخر. ويتم التداول بالبيع والشراء. ولهذه السوق أيضا اسم آخر وهو بورصة الأوراق المالية التي هي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة اشخاص متخصصين بهذا العمل في اوقات محددة (البساط، ١٩٧٥ : ٢١) 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 وهي البورصة وغير منظمة يطلق عليها اسم أسواق فوق الكاونتر أو الاسواق الموازية، وتجري العمليات دون التقيد بمكان أو زمان محدد بالضرورة، فهي تجري بالتلفون أو بالوسائل الالكترونية الأخرى، ويكون تجارتها على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع بعض الأوراق المالية لمحافظهم الخاصة ويربحون الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب.

أما من حيث معيار زمن تنفيذ الصفقة فإذا ما يتم آتيا أي فورا. وعندها تسمى السوق بالسوق الناجزة أو الآنية أو الحاضرة، وأما أن يتم تنفيذ الصفقات في المستقبل، وعندها تسمى السوق بالسوق المستقبلية أو الآجلة.

والسوق المستقبلية نوعان: الأول يتم فيها ابرام 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، ولهذا يسمى سوق الخيارات. 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 هناك أسلوب البيع (والشراء) على الهامش السائد عند التعامل بالأوراق المالية عبر مؤسسات الوساطة المالية، حيث يتم الاتفاق بين المتعامل والوسيط المالي على أن يقوم الأخير بشراء كمية معينة من الاسهم وبسعر محدد لحساب المتعامل الذي يقوم بدفع جزء من الثمن (يسمى الهامش) نقدا، وتبقى الاسهم مسجلة باسم الوسيط والمتعامل حتى يتم المتعامل دفع باقي الثمن، ويلتزم المتعامل بتنفيذ الصفقة.

نطاق عمل سوق عمان المالية: نصت المادة الثالثة من قانون سوق عمان المالية^(٤) على أنها سوق لبيع وشراء الأوراق المالية. وورد في التقرير السنوي الأول بأن «التعامل في سوق عمان المالي ينحصر بالأوراق المالية الاردنية والتي حددها قانونه بأنها (عبارة عن الأسهم والسندات والأذونات التي تصدرها في المملكة الحكومة أو البلديات او الشركات الأردنية العامة والخاصة، وأية أوراق مالية قابلة للتداول) كما أن سوق عمان المالية تمارس دور الهيئة المنظمة للأوراق المالية في المملكة من حيث الاشراف على المعلومات المنتشرة من قبل الشركات المدرجة سواء كان ذلك في مرحلة الاصدار الاولى، أو ما يتلوها من إصدارات لاحقة، وازافة الى قيامها بدور المنظم للسوق الثانوية، والى حد ما، للسوق الموازية. (سوق عمان المالية، ١٩٧٨ : ١٢).

مما سبق يتبين أن نطاق عمل سوق عمان المالية يجعل منها سوقا محليا للأوراق المالية، وليست سوقا مالية بالمعنى الدقيق للاصطلاح، فالسوق المالية اشمل بكثير من سوق الأوراق المالية، لذا فان الاسم الحالي للسوق لا يعبر عن نطاق عملها بدقة، وقد سبق لأحد الباحثين (جوارنه، ١٩٨٤ : ١٠) ان اقترح إعادة النظر فيه، كأن يصبح الاسم سوق عمان للأوراق المالية، وليس سوق عمان المالي وهو الاسم الحالي المستعمل.

كما أنها سوق ضحلة تفتقر إلى التنوع، فالتعامل فيها يقتصر على الاسهم وعلى مقدار بسيط من السندات، وعلى الرغم من سعي ادارتها لتعميقها الا انها لم تركز في مساعيها الا على الاسهم، فعملت على تشجيع الاصدارات الجديدة، وعلى تجزئة الاسهم، وسعت جهدها، ولكن دونما نجاح، لتنشيط تداول السندات، ولم تلتفت ادارتها لسبب أو آخر الى ادخال التعامل بالادوات الاخرى مثل الأوراق القابلة للتحويل، (الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أو السندات القابلة للتحويل إلى اسهم عادية)، أو حقوق التحويل، أو حقوق شراء عدد معين من الاسهم بسعر محدد خلال فترة محددة، أو حق الشفعة، كما أنها لا تتعامل بالمستقبليات، وقد يعود ذلك الى ادارة السوق من ناحية، والى عدم شيوع هذه الاشكال والادوات في الأردن من ناحية اخرى.

ثانيا: طبيعة العمل وفعالية سوق عمان في القيام به: سوف نتوخى في هذا القسم الى فحص فعالية سوق عمان المالية في القيام بالوظائف التي تؤديها أسواق الأوراق المالية النموذجية بعد أن نبحث في ماهية هذه الوظائف ومقومات القيام بها بشكل فعال.

وظائف اسواق الأوراق المالية النموذجية بشكل عام: تقوم أسواق الأوراق المالية بوظائف مهمة ومتنوعة أبرزها ما يلي:

١ - خلق استمرارية التعامل واكساب الورقة المالية صفة السيولة.

- ٢ - تحديد أسعار التبادل العادلة .
- ٣ - حماية المتعاملين من الغش والخداع والغبن .
- ٤ - توزيع رأس المال .
- ٥ - موازنة الاسعار .

وفيما يلي التفاصيل الهامة المتعلقة بكل وظيفة من هذه الوظائف كما يراها منظرو الإدارة المالية، يليه تقويم لسوق عمان المالية من حيث أدائها لكل من هذه الوظائف .

أولا - خلق استمرارية التعامل واكساب الورقة المالية صفة السيولة : لاستمرارية التعامل مستويان : مستوى الورقة المالية (السهم أو السند)، ومستوى السوق . ويمكن تحقيق استمرارية التعامل في السوق عن طريق انعقادها بصورة يومية تقريبا، ونشر المعلومات عن الاسعار والصفقات يوميا، مما يمكن المستثمر في الأوراق المالية من متابعة التغيرات اليومية في أسعار الاسهم والسندات . أما استمرارية التعامل على مستوى الورقة فيمكن الاستدلال على توفرها بالنسبة لورقة معينة (سهم أو سند) بالمؤشرات التالية :

- ١ - سرعة دوران الورقة فإذا كان تداول الورقة سهلا ويتم بصورة متكررة فهذا معناه أنها تتصف بالاستمرارية .
- ٢ - ضيق الفجوة بين العرض والطلب على تلك الورقة .
- ٣ - الانجاز السريع للطلبات والأوامر، أي ان يستطيع الوسيط تنفيذ أي عرض بيع او شراء بسهولة وسرعة بالنسبة لتلك الورقة .
- ٤ - تقارب كبير جدا في أسعار الصفقات المنفذة بحق الورقة في اليوم الواحد . (Leffler & Ferwell, 1963; 71)

أما العوامل التي تؤدي إلى توليد الاستمرارية بالنسبة لورقة ما (سهم) مثلا فهي : وجود عدد كبير من حملة الاسهم في الشركة الواحدة وكبر حجم الشركة ذاتها . لذا حرصت البورصات العالمية، ومنها بورصة نيويورك، على وضع شروط معينة تتعلق بهذا الامر يجب توفرها في الشركة قبل أن توافق على ادراجها .

أما فيما يتعلق باكساب الورقة المالية صفة السيولة، فالمقصود بالسيولة، في هذا المجال، سرعة تحول الورقة المالية الى نقد جاهز بقيمتها السوقية العادلة، وتتوفر السيولة لورقة ما اذا ما توفرت لتلك الورقة :

- ١ - استمرارية التعامل فيها وفي السوق .

٢ - قلة تكاليف القيام بالعمليات .

٣ - سهولة اجراءات نقل الملكية .

من الواضح انه بدون سوق مستمرة ونشطة يصعب على حامل الورقة تعديل استثماره وتنويعه او الاستغناء عنه عند الحاجة ، فالسوق المستمرة تضيف سيولة اكبر على الأوراق المالية ، وتمكن حاملها من الاقتراض بضمانتها من المؤسسات المالية الوسيطة ، وتساعد على جعل الاصدارات الجديدة اصدارات سائلة الامر الذي يعد من أبرز واجبات ووظائف سوق الاوراق المالية .

سوق عمان المالية : ولورجعنا إلى اهداف سوق عمان المالية المنصوص عليها في المادة الرابعة من قانونها ، نجد أن من أهدافها تنظيم ومراقبة اصدار الأوراق المالية ، والتعامل بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته ، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية ، وحماية صغار المدخرين . ويلاحظ أن السعي لتحقيق هذا الهدف ينطوي ضمنا على السعي الى أمور منها :

أ - خلق استمرارية التعامل على مستوى كل من السوق والسهم .

ب - اكساب الأوراق المالية المتعامل بها صفة السيولة .

ج - حماية المستثمرين من الغش والخداع والغبن .

د - العمل على تأمين السعر العادل للورقة .

أما من حيث استمرارية التعامل على مستوى السوق فهي متوفرة ، فالسوق تنعقد يوميا عدا يومي الخميس والجمعة وأيام العطل الرسمية ، كما أن السوق تقوم بنشر أسعار التداول وحجم التداول وعدد العقود المنفذة يوميا في الصحف وفي التلفزيون ، وتوزع نشرات دورية شهرية بتلك المعلومات على المهتمين^(٥) . وتساعد على جعل الاصدارات الجديدة اصدارات سائلة من خلال السوق النظامية الثانوية للشركات المدرجة والسوق الموازية للشركات غير المدرجة . كما أنها تقوم ببث الأسعار من قاعة التداول مباشرة الى العالم الخارجي بموجب اتفاقية معقودة مع وكالة رويتر للانباء .

أما من حيث خلق استمرارية التعامل على مستوى الورقة ، فنظرة فاحصة على شروط الادراج في سوق عمان المالية تبين أن هذه الشروط لا تساعد على خلق استمرارية التعامل على مستوى الورقة ، بدليل ان هنالك شركات قد تم ايقاف التداول باسهمها عام ١٩٨٤ نتيجة لامور تتعلق باوضاعها المالية ، وأن هنالك شركات مدرجة لا يتم تداول اسهمها بالمرّة طيلة العام .

وهكذا فإن شروط الادراج في سوق عمان المالية اغفلت النواحي التي تؤدي الى خلق استمرارية التعامل على مستوى الورقة، فهي على وجه التحديد قد أغفلت فيما يتعلق بالشركات طالبة الادراج:

- ١ - تحديد الحد الأدنى لعدد من يحملون حداً ادى من اسهم الشركة لضمان استمرارية التعامل في تلك الاسهم.
 - ٢ - تحديد الحد الأدنى لعدد اسهم الشركة المتداولة بين الجمهور.
 - ٣ - اشتراط تحقيق حد ادى من الأرباح ولعدد معين من السنوات قبل ادراجها.
- ولعل السبب في قصور شروط الادراج في سوق عمان المالية عن معالجة النواحي الآتية الذكر يرجع الى عوامل منها حداثة التجربة وضحالة البيئة الاستثمارية في مجال الاسهم والتي سبقت بداية عمل السوق واستمرت فترة الاعداد لانشائها. والجدول رقم (١) التالي يبين معامل هذه البيئة بوضوح تام.

جدول رقم (١)

رؤوس أموال، وعدد اسهم وعدد مساهمي الشركات المساهمة العامة في الاردن
١٩٧٠ - ١٩٧٨

السنة	رأس المال المصرح به لاقرب مليون	رأس المال المكتوب به لاقرب مليون	رأس المال المدفوع لاقرب مليون	الأرباح قبل الضريبة بالمليون	عدد الاسهم المكتوب بها مليون	عدد المساهمين لاقرب ألف	عدد الشركات
١٩٧٠	٤٢	٣٤	٣٤	٤,٤	م.غ.*	م.غ.	٢٨
١٩٧١	٤٢	٣٤	٣٤	٥,٦	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٢	٤٢	٣٥	٣٥	٧,٤	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٣	٥١	٤٢	٤٠	٨	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٤	٥٦	٤٩	٤٧	١٦,١	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٥	٩٩	٦٤	٦٣	٢٣,٤	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٦	١٣٩	١١٤	١٠٤	٢٦,٣	م.غ.	م.غ.	م.غ.
١٩٧٧	٢٠٨	١٣٨	١٣٢	٣٢,٣	٨٣,٤	١٧٩	٦٦
١٩٧٨			١٤٣		٨٥,٧	١٨٢	٦٧

المصدر: جمعت الأرقام من سوق عمان المالية، دليل الشركات المساهمة العامة الاردنية، الجزء الاول، ١٩٧٩.. * م.غ. = غير متوفرة.

فقد كان عدد الشركات المساهمة العامة لا يتجاوز ٢٨ شركة في عام ١٩٧٠، ارتفع إلى ٦٦ شركة عام ١٩٧٧، وهو العام الذي سبق بداية نشاط السوق مباشرة، بلغت رؤوس أموالها المدفوعة عام ١٩٧٧ (١٣٢) مليون دينار موزعة على ٤, ٨٣ مليون سهم يحملها حوالي ١٧٩ ألف مساهم، أي بمتوسط ٤٤٦ سهماً للمساهم الواحد، علماً بأنه كان هنالك حوالي ٥٤٪ من هذه الشركات تتركز ملكية أسهمها في أيدي أناس أو مؤسسات تملك ١٠٪ من أسهمها، أو أكثر، وإن هناك شركات لا يتجاوز رأساها المدفوع ١٠٠ ألف دينار، إضافة إلى أن الوعي الاستثماري عن طريق تداول الأسهم لم يكن منتشرًا بما فيه الكفاية بين أفراد الجمهور الأردني ومؤسساته حتى بعد أن بدأت السوق أعمالها عام ١٩٧٨ بسبب حداثة التجربة على الجمهور وبالتالي عدم انتشار الخبرة فيها، والفهم الصحيح لها. واقتصار التداول على فئة محدودة من المتعاملين والمؤسسات، فلم يكن في المملكة قبل إنشاء السوق سوى أربعة مكاتب متخصصة في بيع وشراء الأسهم، ولم تكن عملية بيع وشراء الأسهم تتم بالصورة التي هي عليها الآن فقد كان الوسيط يقوم بشراء الأسهم من البائعين و ينتظر وقتاً ليس معروفاً لإعادة بيعها، كما أنه قد تتم الصفقة بين البائع والمشتري مباشرة دون حاجة إلى وسيط وبشكل عام فإن عملية تحويل الأسهم إلى نقد سائل واسترداد قيمتها كانت عملية صعبة وطويلة (جوارنة، ١٩٨٤: ٤١ - ٤٥).

أما في العام الأول لإنشاء السوق عام ١٩٧٨ فلم تتجاوز العقود المنفذة خلاله ٨٣٩٧ عقداً، وعدد الشركات التي تم تداول أسهمها ٥٧ شركة من أصل ٦٧ شركة كانت مدرجة في السوق، وعدد الأسهم المتداولة ٤, ٢ مليون سهم من أصل ٧, ٨٥ مليون سهم.

هذه الضحالة في البيئة الاستثمارية في الأسهم في فترة الأعداد لإنشاء السوق قد تكون دفعت بمن وضعوا أنظمتها وأسس التعامل فيها، ومن ضمنها شروط الإدراج، إلى تفصيل شروط (ملائمة في اجتهادهم لوضع كانت هذه معاملة حتى بعد مرور سنة على بداية السوق لعملها) استهدفت تمكين السوق من استيعاب أكبر عدد من الشركات ومن المتعاملين، فجاءت خلوا من مقومات خلق الاستثمارية في التعامل على مستوى السهم. وقد قصرت إدارة السوق عن إدراك أهمية تعديل هذه الشروط فيما بعد على الرغم من أنها، في حال توفرها، تؤمن حداً أدنى من سيولة السهم ومن استثمارية التعامل به، ومن أن غيابها يؤدي إلى ظهور عدد من الشركات المدرجة التي لا يتم التعامل بأسهمها، أو التي يوقف التعامل بأسهمها. مثل الذي حدث في سوق عمان المالية وكما تدل عليه البيانات الواردة في جدول رقم (٢) التالي الذي يبين أن نسبة الشركات المدرجة التي لا يتم التداول بأسهمها مطلقاً في كل سنة تتراوح بين ٩, ١٤٪ و ١, ٤٪ من مجموع الشركات

المدرجة، كما أن عدد الشركات التي أوقف التعامل بأسهمها عام ١٩٨٤ خمس شركات أو ما يقارب من ٩,٤٪ من مجموع الشركات المدرجة.

جدول رقم (٢)
عدد الشركات المدرجة التي لا يتم التعامل بأسهمها
ونسبتها الى مجموع الشركات المدرجة
خلال الفترة ١٩٧٨ - ١٩٨٤

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد الشركات التي تم تداول أسهمها	عدد الشركات التي لم يتم تداول أسهمها	نسبة الشركات التي لم يتم تداول أسهمها الى 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 ٪
* ١٩٨٤	١٠٣	٩١	٧	٦,٨ ٪

المصدر: الأرقام المطلقة مجمعة من تقارير سوق عمان المالية السنوية.

* هنالك ٥ شركات تم إيقاف التداول بأسهمها خلال عام ١٩٨٤ إضافة الى الشركات السبع التي لم يتم التداول بأسهمها.

إضافة إلى أن إهمال هذه الشروط ساعد على ظهور اختناقات في التداول، فمثلاً عندما لم يتقابل حجم الطلب مع حجم العرض عام ١٩٨٠ ارتفعت أسعار الأسهم ارتفاعاً شديداً أدى إلى عجز السوق عن تحديد السعر العادي للسهم. هذا في مجال الأسهم، أما في مجال السندات فقد كانت السوق أقل حظاً في النجاح على الرغم من الجهود التي بذلتها الجهات المعنية بتطوير سوق السندات الثانوية لتنشيط تلك السوق بالتعاون مع الشركات المالية العاملة في مجال الوساطة المالية.

والمتتبع لتقارير سوق عمان المالية السنوية يرى بوضوح تام أن السوق لم تنجح في خلق استمرارية التعامل بالسندات ولا باكسابها صفة السيولة، فقد ورد في التقرير السنوي الخامس للسوق عن عام ١٩٨٢ ما يلي :

«أن ضعف الاقبال على التعامل بالسندات من خلال قاعة السوق الثانوية جاء انعكاسا لعدم اقبال الجمهور على الاكتتاب بهذه السندات من خلال السوق الأولى، فمجموع الاصدارات القائمة من سندات التنمية^(٦) بلغت في نهاية عام ١٩٨٢ وحوالي ٨٢ مليون دينار تشكل حصة الافراد منها ٣٪ بينما تبلغ محفظة البنك المركزي من هذه الاصدارات ٣٥٪ من مجموعها والباقي موزع على محافظ البنوك التجارية والشركات المالية الأخرى.

أما اسناد قرض الشركات المساهمة العامة فيبلغ الرصيد منها في نهاية العام ١٩٨٢ حوالي ٤٠ مليون دينار لم تصل فيها حصة الأفراد ٢٪ بينما حوالي ٩٣٪ منها في محافظ البنوك التجارية (سوق عمان المالية، ١٩٨٢ : ٩١ - ٩٢).

وورد في التقرير السنوي السادس للسوق عن عام ١٩٨٣ ما نصه :

« لم تشهد السوق الثانوية 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 (سوق عمان المالية، ١٩٨٣ : ١٠١).

إلا أن الوضع قد تحسن عام ١٩٨٤ عما كان عليه عام ١٩٨٣ ولو أنه لم يبلغ المستويات التي بلغها تداول السنوات عام ١٩٨٢ وعام ١٩٨١ على الرغم من تعدد الاصدارات وتنوعها وكبر حجمها^(٧)، وفيما يلي جدول رقم (٣) الذي يبين حركة تداول السندات (تنمية اسناد قرض) خلال السنوات ١٩٧٩ - ١٩٨٤ لأقرب ألف سند ولاقرب ألف دينار علماً بأن المجموع العام لاصدار السندات التي أصدرتها مؤسسات القطاع العام والخاص (٨٥, ٥) مليون دينار، وهذا الرقم يدخل فيه الرصيد القائم لاصدارات سندات التنمية والبالغ عددها (٢٢) اصدار لغاية عام ١٩٨٤، الأمر الذي يبين أن حجم التداول بالقيمة الاسمية لا يصل الى ٢٪ من الرصيد العام في احسن الحالات.

جدول رقم (٣)
حركة تداول السندات* في السوق الثانوية للاعوام
١٩٧٩ - ١٩٨٤

السنة	عدد السندات المتداولة	القيمة الاسمية للسندات المتداولة	القيمة السوقية للسندات المتداولة
١٩٧٩	١١٧	٧٦٤	٧٧٦
١٩٨٠	٩٨	١٦٥٨	١٦٦١
١٩٨١	٢١١	٢٣٢٠	٢٣٢٤
١٩٨٢	١٨٤	١٨١٩	١٩٤٢
١٩٨٣	٤٣	٦١٣	٦٠٨
١٩٨٤	١٢٨	١٦٧٦	١٦٧٦

المصدر: تم تقريب الأرقام لأقرب سند ولأقرب ألف دينار من التقرير السنوي السابع لسوق عمان ١٩٨٤ جدول رقم ٣٠ صفحة ١٠٢.

* لأقرب ألف سند ولأقرب ألف دينار.

ولعل اخفاق السوق في خلق الاستمرارية على مستوى السند يرجع الى خصائص هذا الاسناد، وإلى تركيبة حملتها، فقد تبين أن الأفراد يحملون في حدود ٣٪ من مجموع الاصدارات الحكومية واقل من ٢٪ من اصدارات القطاع الخاص. أما البنك المركزي فيحمل ٣٥٪ من الاصدارات الحكومية وحوالي ٥٪ من اصدارات القطاع الخاص أما الباقي وهو ٦٢٪ من الاصدارات الحكومية و٩٣٪ من اصدارات القطاع الخاص فموجود في محافظ البنوك التجارية والمؤسسات المالية الاخرى، وجميعها مؤسسات لا دافع لديها لاعادة بيع هذه السندات بعد شرائها لها لأسباب ترجع الى خصائص هذه السندات فهي تعتبر استثمارا جيدا في غياب البدائل الافضل، لانها تحمل فوائد معفاة من الضرائب، وتقارب الحد الاعلى لسعر الفائدة المسموح للبنوك وللمؤسسات المالية الاخرى أن تتقاضاه في الاردن، كما ان مخاطرها متدنية جدا، فهي اما اصدارات حكومية وتشكل ٧٨٪ من مجموع الاصدارات القائمة في نهاية عام ١٩٨٤ (البنك المركزي، ١٩٨٤: ١٠٦)، وأما بكفالة الحكومة في حالة اصدارات القطاع الخاص.

كما أن الاصدارات الحكومية منها تتمتع بسيولة شديدة حيث يضمن البنك المركزي الأردني إعادة شراء هذه السندات فوراً من المؤسسات التي ترغب في بيع مالديها منها، وبدون خسائر تذكر، وهو السبب الرئيسي في ضعف تداول الاصدارات الحكومية واخلق السوق المالية في خلق الاستمرارية لها فقد بلغت قيمة السندات التي اشترتها البنك المركزي الأردني، اما مباشرة واما من خلال سوق عمان عام ١٩٨٤، مبلغ ٦,٠٦ مليون دينار مقابل ٢٨,٥ مليون دينار خلال عام ١٩٨٣، (البنك المركزي، ١٩٨٤: ١٠٨).

وهكذا فالبنك المركزي الأردني يحمل الاصدارات الحكومية في محفظته إما لأنه لم يجد من يشتريها اصلاً فهو الوكيل المالي للحكومة الأردنية والذي يتولى عملية تغطية الاصدارات الحكومية، فيشتري منها ما لا يستوعبه الراغبون في اقتنائها، وإما لأنه يشتري من يعرض عليه ما يحمله منها مباشرة كما بينا اعلاه.

أما الأفراد فمعظمهم من صغار المدخرين الذين توجه اليهم في العادة حملات الترويج التي ترافق الاصدارات الجديدة التي تحت على تشجيع الادخار، وخاصة وإن الاصدارات الحكومية تحمل جوائز نقدية دورية تغري من يشتريها بالاحتفاظ بها لموعد الاستحقاق، أملاً في الحصول على الجائزة. ويمكن ارجاع عدم اقبال الافراد على اقتناء السندات بشكل عام الى العامل الديني بشكل كبير، وإلى وجود بدائل أخرى للاستثمار تتوفر في المؤسسات المالية التي تطبق مبادئ الشريعة الإسلامية والعاملة في البلد وخارجه^(٨)، والتي ترفع شعار «واحل الله البيع وحرم الربا» أو شعار «الربح الحلال» ويوزع بعضها ارباحاً تفوق أحياناً فوائد السندات، إضافة إلى أنها ترضي الضمير الديني للكثيرين، حيث تساعد على تجنب التعامل بالربا، وهو أمر مهم جداً في نظر العديدين من صغار المدخرين في الأردن (Malallah et al, 1978: 32).

من هذا يمكن القول أن سوق عمان المالية نجحت في تحقيق استمرارية التعامل على مستوى السوق، ولكنها لم تصل إلى نفس المستوى من النجاح في تحقيق هذه الاستمرارية على مستوى السهم، واخلقت في ذلك على مستوى السند، بالرغم من الجهود التي بذلتها كمنظم للسوق الأولية وعلى الرغم من تدخلها عن طريق تنظيم السوق الموازية.

ثانياً: تحديد أسعار التبادل العادلة: تساعد السوق على اخضاع الأسعار في حركاتها إلى قوى العرض والطلب، وكلما كانت السوق أقرب إلى وضع المنافسة الكاملة كانت أكثر نجاحاً في ذلك. ولكن هناك محذور نشوء أسعار مضاربة بسبب الطلب المصطنع أو العرض الزائد، ولكن إذا كانت السوق كبيرة الحجم ومنظمة إلى درجة

كافية، فإن هذا المحذور تقل أهميته كثيرا، ولقد احتوى نظام سوق عمان المالية على مواد تمكنها من تنفيذ هذه الوظيفة أن توفر لها الجهاز الفعال، فيوجب على الشركات المساهمة العامة اعلام السوق بأية معلومات هامة تؤثر على أسعار الأوراق المالية، واعطى للسوق حق اعلان واذاعة هذه المعلومات. كما نص على بطلان التصرفات التي تؤدي بشكل مباشر أو غير مباشر إلى «خلق طلب غير حقيقي، أو خلق عرض وهمي يؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية صعودا أو هبوطا أو تثبيت هذه الاسعار بشكل يتعارض مع أنظمة السوق وقوانينه كما حاربت الشائعات (بقصد الترويح) عن توقع ارتفاع الاسعار أو انخفاضها أو اعطاء اوامر بيع او شراء متعددة من قبل شخص واحد لأكثر من وسيط لنوع واحد من الاسهم، وفي فترة تداول معينة قبل أن يتم تنفيذ أوامر الشراء أو البيع السابقة لذلك النوع من الاسهم» (سوق عمان المالية، بدون تاريخ: ٦٥٩ وما بعدها). اضافة الى حق ادارة السوق في تحديد حجم الانخفاض أو ارتفاع في سعر الورقة المالية، وهكذا فإن سوق عمان المالية تسعى إلى تحديد أسعار التبادل العادلة والمقبولة ولكن إلى أي مدى نجحت في ذلك؟ هذا سؤال هام، وفي اعتقاد البحث أنها لم تحقق النجاح المأمول، بدليل ما ورد في التقرير الثالث لعام ١٩٨٠ حيث اعترف ذلك التقرير بحصول «ارتفاع حاد في بعض أسعار الاسهم المدرجة إلى مستويات غير معروفة من قبل (وبحصول) .. عدم تقابل معقول ما بين العرض والطلب في بعض الاحيان بتواجد طلبات شراء باحجام كبيرة دون توفر عروض بيع مقابلة، الأمر الذي أدى إلى اختناقات في المزاودة العلنية المتبعة في قاعة السوق». (سوق عمان المالية، ١٩٨٠: ١٣ - ١٤).

وانصافا لادارة السوق نقول أنها ادركا منها اللوضع قامت بتقديم مجموعة من المقترحات العملية للجهات الرسمية المعنية استهدفت التخفيف من حدة هذه الاختناقات واعادة التوازن ما بين العرض والطلب وتعميق سوق رأس المال في الأردن^(٩). وقامت باتخاذ مجموعة من الاجراءات التي استهدفت الحد من هذه الاختناقات أهمها:

- ١ - التوقف عن قبول ادراج الشركات الى حين قيام تلك الشركات بنشر أول ميزانية لها مدققة حسب الاصول.
- ٢ - وضع سقف محدد لارتفاعات أسعار الاسهم وانخفاضها وحددت هذه السقوف بنسبة ٥٪ من قيمة السهم السوقية مقاسة إلى سعر الافتتاح ليوم التداول بهدف تخفيف التسارع في ارتفاع الاسعار وانخفاضها في فترة زمنية قصيرة.
- ٣ - لجأت ادارة السوق الى منع المستثمرين من دخول القاعة اثناء فترة الارتفاع الحاد في

أسعار الاسهم في الأشهر الخمسة الأولى من عام ١٩٨٠ اعتقاداً منها أن لوجودهم أثراً واضحاً يزيد في حدة ارتفاع الاسعار.

وفي رأي الباحث أن هذه الاجراءات لم تصلح، ولا حتى للمدى القصير، فهي لم تحل مشكلة عدم قدرة السوق على توفير السعر العادل بدليل أن ادارة السوق ادركت فيما بعد أن وضع سقفوف محددة لحركة الاسعار صعوداً وهبوطاً كان يحول دون تفاعل العرض والطلب بشكل صحيح لتحقيق سعر التبادل الحقيقي، وقد قامت في عام ١٩٨١ بإلغاء السقفوف اليومية لارتفاع أسعار الاسهم أو انخفاضها «فتم تعويم الاسعار بهدف تحقيق تعامل أكثر مرونة وفق اسعار يحددها قانون العرض والطلب» (سوق عمان المالية، ١٩٨١: ٦٣) وفي رأي الباحث أن هذا الإلغاء أمر مرغوب فيه، حيث أنه أنهى الوضع المصطنع الذي كان يحول، بشكل أو بآخر، دون تفاعل العرض والطلب لتحديد سعر التبادل الحقيقي للسهم، فخطت السوق بذلك خطوة إلى الأمام باتجاه القيام بوظيفة تحقيق سعر التبادل العادل بالشكل الصحيح. كما أن منع المستثمرين من دخول القاعة لم يحل المشكلة، لاسيما وأن التعامل يتم من خلال الوسطاء، وأن للوسيط والمتعامل مطلق الحرية في الاتصال ببعضهم البعض تليفونيا من داخل القاعة. كما أن منع المستثمرين من دخول القاعة، في رأي الباحث، له انعكاسات سلبية على مستوى كفاءة السوق في تحديد السعر العادل: تلك الكفاءة التي يعتمد مستواها على سرعة تأثر الأسعار بالمعلومات المتاحة. ومن حسن الحظ أن ادارة السوق قد عدلت ثانياً: بعد عن هذا الاجراء.

مما سبق نرى أن سوق عمان المالية لم تفلح كثيراً في القيام بوظيفة تأمين السعر العادل عن طريق مقابلة العرض بالطلب بسبب عوامل متعددة قد تكون خارجة عن إرادتها في بعض الاحيان، كما يتضح من الأسباب التي أدت إلى حصول الاختناقات المتوّه عنها، والتي يمكن اجمالها بعدم وجود قاعدة عريضة من المساهمين في كثير من الشركات المدرجة، فهناك العديد من الشركات المدرجة يمكن وصفها بأنها شركات عائلية شبه مغلقة، حيث أن عدد المساهمين في بعض هذه الشركات لا يتجاوز المئة مساهم. وافضل مثال على ذلك شركات قطاع التأمين، كما أن معظم رأسمال هذه الشركات مملوك لعدد ضئيل من المساهمين لا يتجاوز العشرة أشخاص، مما يؤدي الى مزيد من الاختناق في تداول اسهمها (سوق عمان المالية، ١٩٨٠: ١٢) وهناك بعض الشركات المدرجة التي تمتلك فيها الحكومة، أو مؤسساتها، نسبة عالية من مجموع رأسمالها يصل في بعض الأحيان إلى ٨٥٪ من مجموع الاسهم. والعلاج يكمن في توسيع قاعدة المساهمين في مثل

هذه الشركات عن طريق طرح اسهم جديدة، وبيع الحكومة جزء من حصتها، وتعديل شروط الإدراج ما يضمن لاسهم تلك الشركات وللسوق قدرا كافيا من الاستمرارية في التعامل، وللأسعار مقدارا أكبر من العدالة.

ثالثا: حماية المتعاملين من الغش والخداع والغبن: تسعى أسواق الأوراق المالية إلى حماية المتعاملين فيها من الغش والخداع والغبن، سواء أكان مصدر ذلك الشركات المدرجة أم الوسطاء، فتطلب من الشركات الالتزام بمتطلبات الإفصاح المالي، وتطلب من الوسطاء الالتزام بالقواعد السليمة للتعامل، حيث تستبعد السوق الوسطاء غير المنضبطين وغير الملتزمين بالقواعد والاجراءات المعمول بها في السوق، كما تلغي العمليات التي قد تنطوي على غش أو غبن للمتعاملين، وقد أعطى النظام الداخلي لسوق عمان المالية صلاحيات لأبأس بها في هذا المجال لمديرها العام تصل إلى حد الغاء أية عملية تداول جرت خلافا للقانون أو للأنظمة أو للتعليمات المعمول بها^(١٠). كما أعطى النظام السوق صلاحية الطلب من الشركات العامة الاعضاء نشر أية معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات^(١١)، مما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمر، وشدد على نواحي الإفصاح المالي من حيث وجوب الإفصاح عن «كافة المعلومات والايضاحات التي تعتبر هامة للمستثمرين، والتي تمكنهم من اتخاذ قرار معلل للاقدام على الاستثمار أو الاحجام عنه في مجال الأوراق المطروحة، على أن لا تكون هذه المعلومات مضللة. . . وعدم حذف اية معلومات عمدا بقصد عدم اظهار الوضع الحقيقي للشركة. . . وللحق في اعلان واذاعة هذه المعلومات من خلال الصحف المحلية ووسائل الاعلام الاخرى التي يحددها السوق وفق الصيغة التي يقرها بهذا الشأن»^(١٢).

كما أوجب النظام مراقبة السوق للوسطاء بهدف منع التلاعب والغش، وحدد الوسائل والاساليب الواجب اتباعها أو تجنبها لتحقيق ذلك^(١٣). كما حدد اجراءات التداول داخل القاعة، وأعطى للسوق الحق في أن تقرّر نسبة الزيادة أو الانخفاض في أسعار الأوراق المالية في فترة التداول المقررة وفق ما تراه مناسبا، واعطى للمدير الحق في إيقاف التداول الذي يجري خلافا لذلك.

مما سبق يتضح أن نظام سوق عمان المالية هيا لها أسباب تنفيذ وظيفة مكافحة الغش والتلاعب، وطلب منها منع أي غبن يلحق بالمتعاملين، والسؤال الأساسي الواجب طرحه هنا هو إلى أي مستوى نجحت سوق عمان المالية في تحقيق ذلك؟ وفي معرض الاجابة على هذا السؤال نجد أن السوق قد أوردت ما يفيد أنها لم تستطع احكام طوق

حماية المستثمر من الغش والتلاعب الذي تقوم به بعض الشركات وبخاصة فيما يتعلق بالإفصاح المالي وبدقة وصحة قوائمها المالية المنشورة وعدم متابعة أوضاع هذه الشركات بدقة من قبل الدوائر أو المؤسسات ذات العلاقة . . . إن من أخطر المشاهدات التي عاشتها السوق . . . هو خلل الأرقام المالية في ميزانيات بعض الشركات وحسابات أرباحها وخسائرها بشكل يؤدي الى اخفاء عيوب ادارتها وتلاعب هذه الإدارات بحيث أصبحت هذه البيانات وسيلة تلاعب وليست وسيلة إفصاح مالي سليم، ولم تعد تعبر تعبيرا صادقا وعادلا عن أوضاعها المالية . . .» (١٤).

أما فيما يتعلق بالغش والتلاعب أثناء التعامل في السوق فقد أوردت إحدى الدراسات للسوق ما نصه :

« يدعي عدد من الوسطاء والمستثمرين حدوث نوع من التلاعب داخل السوق وخاصة من قبل بعض الوسطاء والمضاربين . ولكن إدارة السوق نفت ذلك بشدة وأوضحت أنه عندما تشك إدارة السوق بصحة عملية ما فإنها لا تتردد في إيقافها والغائها فوراً» (جورانه، ١٩٨٤ : ١٤٤).

وفي رأي الباحث أن إدارة السوق حتى وإن صح ما تدعيه تظل غير قادرة على التصرف في القضايا التي لا تفعل إلى تصل إلى علمها وهذا هو المهم، فقد اتفقت أطراف السوق : الإدارة والمتعاملون والوسطاء، في الدراسة المنوه عنها، على «أن المعلومات المتوفرة عن الشركات المدرجة في السوق ليست كافية» (جورانه ١٩٨٤ : ١٤٢) كما أن رقابة السوق لما يجري في قاعة التداول ليست دقيقة ولا كافية للأسباب التالية :

١ - قلة عدد الموظفين الموكلة إليهم مهمة متابعة جميع ما يجري في القاعة مما قد يسهل القيام ببعض عمليات التلاعب دون ملاحظتها من قبل الإدارة .

٢ - يستطيع الوسيط أن يتلاعب بالأسعار من خلال تثبيت عروض شراء وبيع وهمية فلا توجد وسيلة لدى السوق للتأكد من حدوث ذلك أو عدم حدوثه .

٣ - الطريقة التي يتم بموجبها تثبيت العقود وتنفيذها تسهل اتفاق الوسطاء (جورانه، ١٩٨٤ : ١٥١ - ١٥٢ ، ١٥٥) كما أنها لا توفر أية وسيلة للتأكد من وجود رصيد للبائع وتغضي فترة طويلة قبل أن يستطيع المشتري أن يحصل على عقد تحويل الملكية من قبل الشركة التي امتلك بعضها من أسهمها (جورانه، ١٩٨٢ : ١٥٣) .

٤ - يسمح النظام الحالي للوسيط أن ينفذ عمليات الوساطة وفي نفس الوقت يبيع ويشترى لمحففظته (ضمن شروط محددة) مما يثير الشكوك بأن هؤلاء الوسطاء قد

يستغلون ذلك فيقومون بالبيع والشراء لمحافظهم وفق أحسن الاسعار وبعدها يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم .

رابعاً: توزيع رأس المال : أن جميع الأدوات التي يتم التعامل بها في أقسام السوق المالية المتعددة وبشكل عام تتنافس في الحصول على الأموال ، فالأسهم والسندات والعقارات والأوراق التجارية تتقرر اسعارها في أسواقها بفعل عوامل العرض والطلب ، وعليه فإن المستثمرين عند توفر المعلومات يصبحون قادرين على المقارنة بين الاسعار والمخاطر والعوائد بالنسبة لكل نوع من هذه الاستثمارات ، فيختارون الموجودات التي تمكنهم من تحقيق ما يرغبون فيه من مستوى المبادلة بين المخاطر والعوائد ، ويؤدي تغير الأسعار إلى تغير في معدل العائد فيعيد المستثمر توزيع استثماراته طبقاً لذلك . وهكذا تعمل الاسواق الكفؤة على توزيع رأس المال بين الادوات المالية المختلفة التي يتم التعامل بها .

تقوم سوق عمان المالية بهذه الوظيفة على نطاق ضيق جداً يكاد يقتصر على الأسهم دون غيرها من أدوات التعامل في السوق المالية لأنها سوق للأوراق المالية من ناحية ، ولأن سوق الأوراق التجارية وأذونات الخزينة غير متطورة لدرجة كافية في الأردن ، ولأن أسواق المستقبلات وأسواق الأدوات القابلة للتحويل غير موجودة . وتقوم سوق عمان المالية بوظيفة توزيع رأس المال على هذا النطاق عن طريق تنظيمها للسوق الأولية الموازية ، فتساعد على توزيع رأس المال بين أسهم الشركات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وبين نواحي الاستثمار الأخرى البديلة المتاحة في الأردن مثل الايداع في البنوك والسندات التي يتصف اقبال الجمهور على الاكتتاب بها بأنه ضيق جداً ويكاد يكون مقصوراً على المؤسسات المالية المختلفة مثل الشركات المالية وشركات التأمين وقطاع البنوك حيث تستثمر هذه المؤسسات جزءاً من أموالها في السندات ، ولكنها لا تتداول هذه الاستثمارات بكثرة بل تحتفظ بها في محافظها في معظم الأحيان لأن فوائدها معفاة من الضريبة ومجزية نسبياً .

وحتى ضمن نطاق الأسهم فإن زمام الأمر فلت من يد سوق عمان المالية وتعدى حدوده المقبولة عام ١٩٨٢ عندما استغلت فئة من المتعاملين في الأسهم السوق الأولية بشكل خطير ، حيث عمدوا إلى تأسيس شركات مساهمة عامة وهمية كثيرة تركزت في قطاع الخدمات وأحاطوا تأسيسها بهالة من الدعاية كانت تجذب الكثيرين من المساهمين ، حتى أن نسب التغطية كانت تتجاوز عدة مئات بالمئة كما يبين الجدول رقم (٤) التالي :

جدول رقم (٤)

الحد الأعلى لنسب التغطية في الشركات التي طرحت أسهمها جديدة

السنة	عدد الشركات التي طرحت أسهمها	حديثة	قديمة	الحد الأعلى الذي وصلته نسبة تغطية الاصدارات الجديدة
١٩٧٨	١١	٣	٨	٪ ٣١٩
١٩٧٩	١١	٤	٧	٪ ٥٧٠
١٩٨٠	٢٢	١٣	١٠	٪ ٦٢٦
١٩٨١	١٨	١٤	٤	٪ ٨٧٦
١٩٨٢	٢٤	١٢	١٢	٪ ١٥٥٤
١٩٨٣	١٧	١٣	٤	غير متوفرة
١٩٨٤	٤	٢	١	غير متوفرة
المجموع	١٠٨	٦٢	٤٦	

المصدر: الأرقام المطلقة: تقرير سوق عمان المالي السابع ١٩٨٤، جدول رقم ١١ أما نسب التغطية فقد تم تجميعها من التقارير السنوية المختلفة لسوق عمان المالية.

وبعد ذلك يقوم المؤسسون ببيع أسهمهم في الشركات التي أسسوها (وقد تكون شركات متنافسة) فيجنون أرباحاً طائلة تاركين الشركة التي أسسوها لتلاقي مصيرها بين أيدي مالكيها الجدد الذين اندفعوا لشراء أسهمها دون روية أو تفكير بفعل الدعايات الكثيرة المضللة التي يكون المؤسسون قد أحاطوا بها تلك الشركة (سوق عمان المالية، ١٩٨٢: ٢٢) مما حدا بالسوق إلى التنسيق مع الجهات ذات العلاقة لوضع التعليمات التي من شأنها معالجة الوضع، ومن أبرز الأسس التي تم اعتمادها في هذا المجال: دعم طلب تسجيل الشركة المساهمة العادية بدراسة للجدوى الاقتصادية للمشروع المنوي القيام به، والزام المؤسسين بعدم بيع أسهم في الشركة خلال مدة لا تقل عن ثلاث سنوات من تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل، وإعادة المبالغ الزائدة عن الاكتتاب إلى المكتتبين في موعد أقصاه مدة شهر من تاريخ اغلاق الاكتتاب، وفي حالة تجاوز هذه المدة تصبح ملزمة بدفع الفائدة التي استحققت على هذه الأموال على أن لا يقل معدل الفائدة عن ٧٪ تحسب اعتباراً من تاريخ اغلاق الاكتتاب، وفي مطلق الأحوال يجب إعادة المبالغ الزائدة مع فوائدها إلى المكتتبين خلال ثلاثة شهور من تاريخ اغلاق الاكتتاب (سوق

عمان المالية، ١٩٨٢ : ٢٢ - ٣٤)، كما تم تنظيم أسس رسملة الاحتياطي الاختياري أو أي جزء منه. وإلى جانب ذلك سعت سوق عمان المالية ومنذ البداية إلى تطوير خدمات الوساطة المالية من خلال ترخيص عدد من شركات الوساطة المتخصصة والمتفرغة لأعمال سوق رأس المال لتعمل 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 (٤٥, ٢٨٠) مليون دينار في منتصف عام ١٩٨٢ عندما اتخذت السوق قراراً باغلاق باب ترخيص شركات الوساطة لمدة سنتين من تاريخه (سوق عمان المالية، ١٩٨٣ : ١٣٣).

كما سبق نرى أن سوق عمان المالية بذلت جهوداً كبيرة في عملية توزيع رأس المال سواء على مستوى المؤسسات: السوق الأولية والموازية وشركات الوساطة، أم على مستوى التنظيم، وبادرت إلى سد الثغرات التي ظهرت، ولكن ضحالة السوق واقتصار التعامل فيها على الأسهم بشكل رئيس حد كثيراً من فعالية السوق في عملية توزيع رأس المال بين مختلف ضروب الاستثمار.

خامساً: موازنة الأسعار: تحدث عملية موازنة الأسعار عندما تكون هنالك أكثر من سوق واحدة تعامل بنفس الأسهم وعندها يستطيع المستثمر أن يشتري من السوق التي تكون فيها أسعار تلك الأسهم منخفضة ويبيع في السوق الأخرى ذات الأسعار المرتفعة فيستفيد من فروق الأسعار. وتستمر العملية إلى أن تتوازن الأسعار المتباينة في هذه الأسواق.

إن سوق عمان المالية لا تستطيع القيام بهذه الوظيفة لعدم توفر متطلبات القيام بها لا على المستوى الوطني ولا على المستوى الإقليمي للأسباب التالية:

- ١ - اقتصار التعامل فيها على الأوراق الأردنية.
- ٢ - عدم ادراج الشركات الأردنية في سوق أخرى غير سوق عمان المالية.
- ٣ - عدم وجود سوق أخرى للأوراق المالية في الأردن.

ثالثاً: الصفات النموذجية و أين تقع سوق عمان المالية منها؟

تتصف أسواق الأوراق المالية النموذجية بالصفات التالية:

- ١ - الاستثمارية والسيولة.

٢ - الكفاءة.

٣ - الحضور الإقليمي والعالمي.

وفيما يلي تقييم سوق عمان المالية في هذه المجالات علماً بأنه قد تم التعرض للاستمرارية والسيولة في الصفحات السابقة.

كفاءة السوق:

يقصد بكفاءة السوق أن سعر الورقة المالية عند أية نقطة زمنية يجب أن يعكس وبشكل عام المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي أنها ذات سعر عادل، لأنها تنتج عائداً يتلاءم مع مخاطر اقتنائها، فسعرها يتعدل بما يتلاءم وأية معلومات جديدة ذات علاقة بها للمحافظة على التوازن المرغوب فيه بين عوائدها ومخاطر اقتنائها وبحيث يستحيل على أي متعامل أن يحقق أرباحاً اقتصادية من معرفته بأية معلومات ذات علاقة أثناء تعامله بتلك الورقة (Jensen, 1978).

ولكي تتوفر الكفاءة للسوق هنالك شروط يجب توفرها فيها هي:

- ١ - أن السوق يجب أن تتألف من مشاركين متعددين بحيث لا يملك أي منهم نصيباً سائداً فيها.
- ٢ - أن تكون المعلومات عن الأوراق المالية من السهل الحصول عليها بتكاليف بسيطة ومتدنية.
- ٣ - أن التغيرات والتطورات التي تطرأ على الاقتصاد وعلى السياسة وفي الهيكل الاجتماعي تؤخذ جميعها بعين الاعتبار بسرعة في عمليات تلك السوق.
- ٤ - أن تكون تكاليف القيام بالعمليات من بيع وشراء متدنية.
- ٥ - أن تكون السوق مستمرة وسائلة بشكل عام.
- ٦ - أن تكون المؤسسات التي تتألف منها تلك السوق مؤسسات متطورة.
- ٧ - أن تكون التشريعات والتعليقات التي تنظم عمل السوق ملائمة بحيث تؤمن حسن سير العمل بسرعة ونعومة.
- ٨ - أن يكون الإفصاح المالي عن المعلومات المهمة الأخرى المتعلقة بجميع نواحي النشاط في الشركة دقيقاً وأميناً.
- ٩ - أن تكون الاتصالات سريعة ودقيقة وذات أنظمة فعالة.

جميع هذه العوامل يقرر مدى توفرها بشكل ملائم أو عدمه، مستوى الكفاءة السائد في السوق وبالتالي تحدد سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات (Block & Block).

(Hirt, 1983:391). فإذا ما توفرت هذه الخصائص في سوق الأوراق المالية يمكن القول بأن تلك السوق سوق تتصف بالكفاءة بشكل عام. ولكن كفاءة السوق تختلف نوعياً، وبشكل يعتمد على مستوى توفر هذه الشروط والعوامل، فكلما كانت هذه الشروط والعوامل متوفرة بشكل أفضل كلما كانت السوق أكفأ. وبناء عليه فإنه يمكن تحديد ثلاثة مستويات للكفاءة تمر بها السوق في مراحل تطورها وهي:

١ - المستوى الضعيف.

٢ - المستوى شبه القوي.

٣ - المستوى القوي.

فالمستوى الضعيف لا تتوفر فيه شروط الكفاءة أو عواملها بشكل جيد فقد تتوفر كلها أو بعضها ولكن بمستويات متدنية من الجودة إلا أنه عندما يتوفر هذا المستوى من الكفاءة يصبح من غير الممكن تحسين قرار الاستثمار بالأسهم بمعرفة المعلومات المتعلقة بمستويات أسعارها التي كانت سائدة في الماضي، أوحى الاستفادة من تحليلها في تحسين ذلك القرار مما يعنى إنه لا يمكن الاستفادة من الاتجاه العام الذي كان سائداً في الماضي بالنسبة لأسعار الأسهم في تحسين نتائج قرار الاستثمار فيها. فعلى هذا المستوى من الكفاءة لا يستطيع المستثمر أن يزيد من كفاءته في اختيار السهم الأفضل من خلال معرفته بتتابع أسعار الأسهم الذي كان سائداً في الماضي (Lories, et al., 1985: 56).

أما المستوى شبه القوي تتوفر فيه هذه الشروط بشكل أفضل من المستوى الضعيف إلى حد ما لذا تكون أسعار الأسهم في السوق (Lorie, et al., 1985: 56) التي يتوفر فيها هذا المستوى من الكفاءة محصلة لجميع المعلومات المتاحة للجمهور عن الشركة لدرجة أنه لن يكون لأية جهود لتحليل هذه المعلومات أية نتائج استثمارية أفضل وتركز معظم الأبحاث التي تجري في هذا المجال على التغيرات في المعلومات المتاحة وعلى سرعة استجابة الأسعار لهذه التغيرات وسرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بعد نشر المعلومات.

أما المستوى القوي فتتوفر فيه شروط الكفاءة بشكل مثالي وعندها تكون أسعار الأسهم في السوق محصلة لجميع أنواع المعلومات سواء منها المتاح للجمهور أم المعلومات الخاصة التي لا يطلع عليها سوى نخبة محدودة ممن لهم صلة وثيقة بإدارة الشركة. وعلى هذا المستوى تتأثر أسعار الأسهم فوراً حتى بالمعلومات الخاصة فلا يستطيع المطلعون على المعلومات الخاصة (أو المؤسسات الكبيرة) أن يحققوا أرباحاً على ما تسمح به الأوضاع السائدة في السوق بشكل عام على الرغم من اطلاعهم على تلك المعلومات الخاصة وعلى الرغم من المزايا التي قد يتمتعون بها بسبب كبر الحجم في حالة المؤسسات الكبيرة

(Lorie, at al., 1985:56). وفي مجال تقييمنا لسوق عمان المالية في هذا المضمار فالأسئلة التي تطرح نفسها هي إلى أي مدى تتوفر شروط الكفاءة في سوق عمان المالية ، وبالتالي ما هو مستوى الكفاءة السائد فيها ؟

فسوق عمان المالية تتألف من مشاركين متعددين هم : ادارة السوق وتتولى الاشراف على العمليات وعلى حسن سير العمل وعلى التقيد بالأنظمة والتعليقات ، وشركات الوساطة المالية وعددها (٢٨) شركة مرخصة تقوم بأعمال الوساطة المالية وتتولى عمليات البيع والشراء نيابة عن المتعاملين ولا يملك أي من الوسطاء الحق في التعامل لمحفظته الخاصة إلا ضمن شروط محددة ومعروفة تشرف ادارة السوق على ضمان حسن التقيد بها ، أما الفئة الثالثة فهي حملة الأسهم والمستثمرون الذين يتعاملون من خلال الوكلاء . والجدول رقم (٥) التالي يبين أن ٥٤٪ من الشركات المدرجة في سوق عمان المالية كما أوردها الجزء الثالث من دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية المنشور عام ١٩٨٣ كانت ذات ملكية مركزة بشكل عام بمعنى ١٠٪ أو أكثر من أسهمها تتركز ملكيته في يد مالك واحد على الأقل كما أن حوالي ٥٢٪ من الشركات ذات الملكية المركزة شركات ملكيتها تركيزها شائع بين أكثر من مالك واحد أي أن هناك من بين حملة أسهمها أكثر من مالك يملك كل منهم ١٠٪ أو أكثر من أسهمها .

جدول رقم (٥)

تركز ملكية الشركات المدرجة قطاعيا

نسبتها إلى عدد الشركات في ذلك القطاع	عدد الشركات		القطاع
	ذات الملكية المركزة	في القطاع	
٦٨,٤ ٪	١٣	١٩	البنوك والمؤسسات المالية
٤٠,٩ ٪	٩	٢٢	التأمين
٥٧,١ ٪	٨	١٤	الخدمات
٥٤,٥ ٪	٢٤	٤٤	الصناعة والتعدين
٥٤,٥ ٪	٥٤	٩٩	المجموع

المصدر: معلومات مجمعة من دليل سوق عمان المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية الجزء الثالث، ١٩٨٣ .

كما يبين الجدول أن قطاع البنوك والمؤسسات المالية يحتوي على أكبر نسبة من الشركات ذات الملكية المركزة بشكل عام ويأتي قطاع التأمين في الدرجة الأولى من حيث

نسبة الشركات التي يتصف تركيز ملكيتها بالشيوع بين أكثر من مالك. وما هو جدير بالذكر أنه من المعروف أن شركات التأمين في الأردن شركات عائلية ومساهمة خاصة في معظمها الأمر الذي يفسر ما أظهره الجدول السابق بهذا الخصوص.

أما من حيث المعلومات عن الأوراق المالية وسهولة الحصول عليها فتقوم السوق بتيسير ذلك ما أمكن حيث تنشر المعلومات المهمة عن أسعار الأسهم وحجم تداولها وحجم العقود المنفذة وأعلى سعر وأدنى سعر وسعر الافتتاح وسعر الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في السوق الثانوية النظامية في وسائل الاعلام المختلفة بما فيها خدمات وكالة رويتر حيث تقوم هذه الوكالة بنشر الأسعار مباشرة من قاعة التداول بالإضافة إلى أن السوق أصدرت لغاية الآن عددا من الأدلة والنشرات عن الشركات المدرجة إلا أنها لا تقوم بنشر هذه المعلومات عن السوق الموازية على هذا المستوى بل تكتفي بوضع نشرة أسعار الأسهم المتداولة في السوق الموازية على لوحة الاعلانات هناك لاطلاع المهتمين كما أن السوق تتمتع بصلاحيحة التأكد من التقيد بمتطلبات الإفصاح المالي بالنسبة للشركات المدرجة ونشر المعلومات المهمة عنها بالوسيلة التي تراها السوق ملائمة. ولكنها وعلى الرغم من هذه الجهود لم تنجح في ضمان دقة وصحة البيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية لبعض الشركات. (١٥)

أما من حيث التشريعات التي تحكم عمل السوق وتساهم بالتالي في تحديد مستوى كفاءتها فنظرة فاحصة على هذه التشريعات تبين لنا أنها اتسمت بالتدرج والواقعية فقد انشئت السوق بموجب القانون رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ ووضعت أحكام هذا القانون موضع التنفيذ منذ بدء العمل فيه اعتبارا من بداية عام ١٩٧٨ وقد وردت أحكام هذا القانون بصفة عامة مطلقة في كثير من الأحيان ولعل ذلك كان يهدف إلى إفساح المجال أمام القائمين على ادارة السوق للتوسع في الاستدلال وإعطائهم مرونة في التطبيق باعتبار أن الخبرات السابقة كانت غير موجودة من قبل ولا بد من تطويرها (سوق عمان المالية، ١٩٧٨).

وقد قامت ادارة السوق باقتراح استحداث النصوص القانونية لمواجهة الحالات المستجدة ونجحت في ذلك خاصة في قانون السوق وفي القوانين الأخرى ذات الارتباط المباشر فيما بينها وبين السوق مثل قانون الشركات ونظام مراقبة الأعمال الأجنبية بهدف تحقيق الانسجام والتوافق ما بين نصوص تلك القوانين ونصوص قانون السوق (١٦)، ومن بين الأمور التي لها علاقة بالسوق أيضا التعديلات التي تقدمت بها وزارة التجارة والصناعة والتي استهدفت ما يلي: عدم تقييد حركة انتقال رؤوس الأموال العربية من

خارج المملكة وداخلها، وعدم تقييد تحويل رؤوس الأموال العربية، وإطلاق حرية ادخال واخراج الأوراق النقدية الأجنبية بدون حدود وعدم السماح للشركات غير الأردنية بطرح أوراقها المالية أو الاعلان عنها في المملكة إلا وفقا لمبدأ العاملة بالمثل وبموافقة مسبقة من كل من وزارة الصناعة والتجارة والبنك المركزي الأردني وسوق عمان الدولية، وتسهيل انتقال ملكية أسهم الشركات للمساهمة العامة من وإلى الرعايا العرب، واعطاء سوق عمان المالية صلاحية الموافقة على ذلك ضمن النسب المحددة في الأنظمة المرعية، ومعاملة الرعايا العرب معاملة الأردنيين في انتقال الأسهم واسناد القرض لدى تداولها في سوق عمان المالية. كما يتم تعديل قانون الشركات بما يضمن التنسيق بين السوق وبين مراقب الشركات عند طرح أية شركة أسهمها للاكتتاب العام.

وهكذا فإن شروط صفة الكفاءة بالنسبة لسوق عمان المالية تتوفر إلى درجة محدودة فهناك شركات تتركز فيها الملكية بدرجات متفاوتة ويتم نشر المعلومات ولكن ضمن حدود خصوصاً فيما يتعلق السوق الموازية وتبذل السوق جهداً كبيراً في سعيها لتعديل القوانين والأنظمة المعمول بها لزيادة التنسيق بينها وبين المراجع الأخرى ذات العلاقة ولضبط وأحكام العمل داخل السوق. أما عدم كفاية وعدم دقة الافصاح المالي في حالة بعض الشركات فنقلة ضعف واضحة وأساسية تجعل ما هو متوفر من شروط الكفاءة في سوق عمان المالية بشكل عام بالكاد كافياً لتأمين المستوى الضعيف للكفاءة ناهيك عن المستوى شبه القوي والقوي.

وعلى الرغم من ذلك فإن ادارة السوق تسعى جاهدة لتأمين حضور السوق عربياً ودولياً فعمل طريق عضوية السوق في اتحاد البورصات العربية^(١٧)، واتخاذها مقراً مؤقتاً للأمانة العامة الفنية للإتحاد (سوق عمان المالية، ١٩٨٤)، ومشاركتها الفعلية في مؤتمراتها وندواتها واستعدادها لوضع خبراتها وتجاربها في خدمة الدول العربية الراغبة في ذلك تؤمن لنفسها نوعاً من الحضور على المستوى العربي إضافة إلى ما قامت به ادارتها من اتفاق من وكالة رويترلث أسعار التعامل من قاعة التداول إلى جميع أنحاء العالم الأمر الذي يعطي نوعاً من الحضور العالمي إلى جانب الحضور العربي ويساعد المستثمرين المهتمين في جميع أنحاء العالم ومن تنطبق عليهم شروط التعامل أن يكونوا على بينة من الأسعار السائدة في تلك السوق.

والحضور العربي والدولي يتطلب منها التقيد أكثر بالقواعد والممارسات المتبعة في الأسواق الدولية والأغلبية كذلك يتطلب زيادة حضورها العربي قرارات لا تقتصر على مستوى التعامل بأسواق الأوراق المالية بل يتعداها إلى مجالات اقتصادية ومالية أخرى لها

صلة وثيقة بهذه الأسواق الأمر الذي يعد تحدياً حقيقياً لمتخذي القرار في المستويات العليا في العالم العربي لاسيما وأن الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية يهدف من ضمن ما يهدف إليه إلى «تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته والعمل على تشجيع ادراج وتبادل الأوراق المالية في الوطن العربي... وإلى المساهمة في انشاء سوق مالية عربية تسهل تبادل الأوراق العربية في الوطن العربي (سوق عمان المالية، ١٩٨٢: ١٤٦ - ١٤٧). ولقد تم تعديل بعض القوانين والأنظمة في الأردن لتلائم مع هذه الأهداف بفضل مساعي ادارة السوق^(١٨).

ولاشك في أنه مطلوب من السوق مزيداً من الحضور عربياً ودولياً عن طريق توسيع السماح بالتعامل بأسهم شركات عربية وأخرى أجنبية مما يسهل عليها القيام بوظيفة موازنة الأسعار على أن لا يتم هذا الأمر إلا بعد دراسة دقيقة لجذوى ذلك وتأثيره على المستثمر الأردني بشكل خاص وعلى الاقتصاد الأردني بشكل عام.

الخلاصة :

سعت هذه الدراسة إلى تقييم سوق عمان المالية من حيث نطاق عملها والوظائف التي تقوم بها ومدى فعاليتها في ذلك وكفاءتها كسوق للأوراق المالية.

تبين أن سوق عمان المالية سوق محلية للأوراق المالية وليست سوقاً مالية بالمعنى الدقيق للإصطلاح وانها ضحلة وتفتقر إلى التنويع وأن إسمها لا يعبر بدقة عن نطاق عملها.

نجحت سوق عمان في خلق استمرارية التعامل على مستوى السوق ولكنها لم تنجح كثيراً في خلق هذه الاستمرارية على مستوى الورقة مما أدى إلى ظهور العديد من الشركات المدرجة والتي لا يتم التعامل بأسهمها وإلى ظهور اختناقات في التداول وأدت الى عجز السوق عن تأمين السعر العادل للسهم بالرغم من الجهود التي تبذلها إدارة السوق كمنظم للسوق الأولية وللسوق الموازية وعلى الرغم من أن نظامها الداخلي يساعد كثيراً على قيامها بتلك الوظيفة إن توفر لها الجهاز الفعال ولعل عدم قدرتها على تحقيق النجاح المأمول في تحقيق أسعار التبادل العادلة قد يكون مرده إلى عوامل منها عدم وجود قاعدة عريضة من المساهمين في العديد من الشركات المدرجة.

أما من حيث حماية المتعاملين من الغش والخداع والغبن سواء أكان مصدر ذلك

الشركات المدرجة أم الوسطاء فقد هيا نظام سوق عمان المالية لها أسباب تنفيذ هذه الوظيفة ولكنها لم تستطع إحكام طوق حماية المستثمرين من الغش والتلاعب الذي تقوم به بعض الشركات وخاصة فيما يتعلق بالافصاح المالي وبدقة وصحة قوائمها المالية المنشورة. أما فيما يتعلق بالغش والتلاعب أثناء التعامل فإن ادارة السوق لا تتردد في ايقاف والغاء أية عملية عندما تشك في صحتها ولكن رقابة السوق لما يجري في قاعة التداول ليست دقيقة ولا كافية.

لقد بذلت سوق عمان جهودا كبيرة في مجال توزيع رأس المال على مستوى المؤسسات: السوق الأولية الموازية وشركات الوساطة أو على مستوى التنظيم وبادرت إلى سد الثغرات التي ظهرت ولكن ضحالة السوق واقتصار التعامل على الأسهم بشكل رئيسي حد كثيرا من فعاليتها في القيام بهذه الوظيفة وجعل نطاق أدائها ضيقا جدا.

ولا تستطيع السوق القيام بوظيفة موازنة الأسعار لاقتصار التعامل فيها على الأوراق الأردنية ولعدم ادراج الشركات الأردنية في أسواق أخرى ولعدم وجود سوق أخرى للأوراق المالية في الأردن.

وفما يتعلق بالكفاءة فإن شروطها تتوفر في سوق عمان المالية بدرجة محدودة كما أن عدم كفاية الافصاح المالي بشكل عام وعدم دقته في حالة بعض الشركات نقطة ضعف واضحة وأساسية تساهم كثيرا في جعل ما هو متوفر من شروط الكفاءة في سوق عمان بشكل عام غير كاف لتأمين المستوى شبه القوي ناهيك عن المستوى القوي للكفاءة.

ولا تألو سوق عمان جهدا في تأمين حضور السوق عربيا ودوليا على الرغم من أن مستوى هذا الحضور مرهون بقرارات لا تقتصر على مستوى التعامل بأسواق الأوراق المالية بل تتعداها إلى مجالات اقتصادية ومالية أخرى وهي قرارات تشكل تحديا حقيقيا لمن لهم حق اتخاذها في المستويات العليا في العالم العربي.

التوصيات:

كما سبق يمكن توصية سوق عمان المالية بما يلي:

- ١ - تعديل اسمها ليصبح أكثر دقة في التعبير عن نطاق عملها كأن يصبح اسمها سوق عمان للأوراق المالية.
- ٢ - العمل على كسب المزيد من ثقة المتعاملين ورفع مستوى كفاءة السوق وذلك عن طريق:

أ - تعديل شروط الادراج بما يكفل استمرارية التعامل على مستوى السهم وذلك بتحديد حدود دنيا لعدد الأسهم المتداولة للشركة طالبة الادراج ولعدد من يحملون هذه الاسهم وأن تكون الشركة طالبة الادراج قد حققت أرباحا وقامت بتوزيع أرباح لعدد معين من السنوات لاتقل عن ثلاث سنوات قبل الادراج.

ب - زيادة حماية المتعاملين من الغش والتلاعب والغبن ويتم ذلك عن طريق :

١ - زيادة عدد الموظفين الاكفاء العاملين في قاعة التداول بحيث يستطيع مراقبة جميع العمليات التي تجري بدقة .

٢ - انشاء مركز موحد لنقل ملكية العقود المنفذة وتزويده بما يلزم من الوسائل الالكترونية الحديثة التي تستعمل في حفظ المعلومات واسترجاعها ومعالجتها ونقلها (الاتصالات) بسرعة وسهولة .

٣ - تسهيل اجراءات نقل الملكية وتخفيض تكاليف التعامل بالنسبة للمتعاملين وللوكلاء .

ج - تثبيت أسس وقواعد وأطر الافصاح المالي وذلك عن طريق تصميم نموذج موحد للقوائم المالية لجميع شركات القطاع الواحد كما تم عمله في قطاع التأمين والتعاون مع الجهات المعنية مثل دائرة ضريبة الدخل ودائرة مراقب الشركات لمعاقبة الشركات التي يتم اكتشاف تزوير في بياناتها المالية وملاحقة مدققي حساباتها إن ثبت أنهم تواطؤا معها وذلك سعيا لتثبيت أسس وقواعد الافصاح المالي من حيث الكم والنوع .

٣ - الاستمرار في العمل على تعميق السوق وتنويعها عن طريق :

أ - خلق أو المساهمة في خلق أدوات أخرى للتعامل مثل التي يتم التعامل بها في الأسواق الاكثر تطورا ، وقد ورد ذكر العديد منها في صلب الدراسة .

ب - بذل الجهود لتأمين المزيد من حضور السوق اقليميا وعربيا ودوليا .

ج - توسيع السماح بالتعامل بأسهم شركات عربية وأخرى أجنبية والسعي للحصول على المعاملة بالمثل في البلدان التي توجد بها أسواق مالية في المنطقة .

الهوامش:

- (١) أواسط عام ١٩٨٥.
- (٢) انظر البحث الذي قام به الباحث بعنوان «سوق عمان المالية: إلى أين؟» (مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، العدد ١، مجلد ١٤ مارس ١٩٨٦) وبين فيه أسباب النجاح الذي حققته السوق في النصف الأول من عمرها وأسباب الركود الذي تعرضت له فيما بعد. وفي الحقيقة فإن البحث المذكور وهذا البحث يمكن اعتبارهما مكملين لبعضهما بشكل أو بآخر.
- (٣) يطلق على الأدوات المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات اسم الأوراق المالية، أما الأدوات المالية القصيرة الأجل فيطلق عليها اسم الأوراق التجارية.
- (٤) قانون مؤقت رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ منشور في دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الجزء الثاني، نشرته سوق عمان المالية عام ١٩٨١، ص ٦٤٨.
- (٥) تكتفي السوق بنشر أسعار التداول في السوق الموازية على لوحة الاعلانات داخل السوق والتي يمكن للمهتمين الاطلاع عليها متى شاؤوا.
- (٦) وهي اصدارات حكومية.
- (٧) كان هنالك مالا يقل عن (١٧) اصدارا قائما من السندات قامت بطرحها شركات ومؤسسات من القطاع العام والخاص خلال الفترة ١٩٧٩ - ١٩٨٤ بلغ مجموعها العام حوالي (٨٥,٥) مليون دينار، بالإضافة إلى (٢٢) اصدارا من سندات التنمية قام بطرحها البنك المركزي الأردني حتى ١٥/١١/١٩٨٤. انظر تقرير سوق عمان المالي السابع، ١٩٨٤، ص ٥٠ - ٥١.
- (٨) هنالك مؤسستان في الأردن تعملان على الأساس اللاربوي هما البنك الاسلامي الأردني وبيت الاستثمار الأردني. كما أن هنالك مالا يقل عن خمسين مؤسسة من هذا النوع خارج الأردن.
- (٩) من هذه المقترحات ما يلي (كما وردت في التقرير السنوي الثالث لعام ١٩٨٠):
أ - تشجيع الشركات المساهمة العامة على توسيع طاقاتها الانتاجية من خلال طرح اسهم زيادة رأس المال أو عن طريق الاقتراض العام (اسناد قرض) أو بمزيج من الأسلوبين معا على فترات متقاربة أو متباعدة.
- ب - وضع حوافز تغري بتحويل الشركات المساهمة الخصوصية إلى شركات مساهمة عامة مما يؤدي إلى توسيع قاعدة المساهمين ومن أمثلة هذه الحوافز خلق تمييز في المعاملة الضريبية وتمييز في مدى الاستفادة من مزايا قانون تشجيع الاستثمار مما يغري المؤسسة بانشاء شركات مساهمة عامة بدلا من مساهمة خصوصية وتشجع الشركات المساهمة الخصوصية الموجودة على التحول الى مساهمة عامة.
- ج - قيام الشركات بطرح المتبقي من أسهمها للاكتتاب العام حيث لم يتسن لها في الماضي امكانية تغطية كامل الاسهم.
- (١٠) انظر نص المادة ١٨ من النظام الداخلي لسوق عمان المالي.
- (١١) المادة ٢٨ من النظام المذكور.
- (١٢) المواد ٢٩، ٣٣، ٣٤، ٣٦ من النظام المذكور.
- (١٣) الباب الرابع من النظام المذكور.
- (١٤) مذكرة سوق عمان المالية المرفوعة إلى الجهات المسؤولة والمنشورة في الصحف المحلية بتاريخ ٧ أيار ١٩٨٥.

- (١٥) لطفا ارجع لما تم بحثه تحت عنوان «حماية التعامل من الغش والخداع» في الصفحات السابقة.
 (١٦) لمزيد من تفاصيل التعديلات، انظر التقرير السنوي الثالث لعام ١٩٨٠ ص ٢٨ - ٤٣.
 (١٧) يضم الاتحاد في عضويته الأردن ولبنان وتونس والمغرب ومقره الحالي المؤقت هو الأردن.
 (١٨) لطفا ارجع للفقرة المتعلقة بالتشريعات.

المصادر العربية

البساط، هـ.

١٩٧٥ الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف، بيروت، اتحاد المصارف العربية.

البنك المركزي الأردني.

١٩٨٤ أ النشرة الاحصائية الشهرية، الأعداد ١ - ١٢، المجلد العشرون.

١٩٨٤ ب التقرير السنوي الحادي والعشرون.

جوارنة، ط. ق.

١٩٨٤ سوق عمان المالي وأهمية في الاقتصاد الأردني (رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد في كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، الجامعة الأردنية، باشراف الدكتور أحمد القطناني).

سوق عمان المالية

١٩٧٨ التقرير السنوي الأول

١٩٧٩ أ التقرير السنوي الثاني.

١٩٧٩ ب دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الجزء الأول.

١٩٨٠ التقرير السنوي الثالث.

١٩٨١ أ التقرير السنوي الرابع.

١٩٨١ ب دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الجزء الثاني.

١٩٨٢ التقرير السنوي الخامس.

١٩٨٣ أ التقرير السنوي السادس.

١٩٨٣ ب دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الجزء الثالث.

- ١٩٨٤ التقرير السنوي السابع .
١٩٨٥ دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الجزء الرابع .

المصادر الأجنبية

- Block, S.B. and Hirt, G.A.
1984 Foundations of Financial Management (3rd ed.) Homewood, Ill.: Richard D. Irwin
- Jensen, M.C.
1978 "Some anomalous evidence regarding market efficiency." Journal of Financial Economics 6 (June - Sept.): 95-101
- Leffler, G.L. and Farwell, L.C.
1963 The Stock Market (3rd ed.) New York: J. Wiley & Sons
- Lorie, J.H., Dodd, P. and Kimpton, M.H.
1985 The Stock Market: Theories and Evidence (2nd ed.). Homewood, Ill.: Richard D. Irwin
- Malallah, M.A., Dahhan, O.E., Abu-Jbarah, H.M., Gharaibeh, F.A., Salem F.S., Ramadan, Z. and Khasawneh, S.
1978 The Small Scale and Handicraft Industries in Jordan 1976. Amman: Industrial Development Bank
- Ritter, L.S. and Silber, W.L.
1980 Principles of Money: Banking and Financial Markets. New York: Library of Congress

Amman Financial Market: An Evaluation

Zeyad Ramadan

The aim of this study is to evaluate the performance and the efficiency of the Amman Financial Market (AFM). AFM has proved to be a local, small stock exchange which has failed to create a continuous market at the stock level. It has not ensured the fair price of the stock because of inadequate listing requirements nor has it been able to achieve a high level of investor protection from fraud due to the fact that some listed corporations are neither accurate nor honest in their financial and other disclosures.

The market is also unable to perform the arbitrage function for lack of another stock market in Jordan, and because the Jordanian corporations are not listed in other markets in the region. Although AFM has some efficient market qualities, it has not reached beyond the weak form of efficiency level.