

تحديات تطوير أسواق المال والنقد في الأردن

• أهم تحديات تطوير أسواق المال والنقد في الأردن:

– الإقتصاد الكلي

– بيئة القطاع المالي

– سوق الأوراق المالية

– البيئة التشريعية

أولاً: الاقتصاد الكلي

- تشهد المملكة تراجعاً في ادائها الاقتصادي وخصوصاً منذ العام 2009 والذي تمثل بتباطؤ نمو الناتج المحلي الاجمالي بالإضافة الى التحديات الاقتصادية المتزايدة التي تواجهها المملكة نتيجة حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في عدد من دول المنطقة خلال السنوات الاخيرة.
- تراجع وتيرة النمو الاقتصادي خلال السنوات الماضية.
- تراجعت وتيرة النمو الاقتصادي للمملكة والمتمثلة بنمو الناتج المحلي الاجمالي والتي لم تتجاوز معدل 3.3% منذ العام 2009 وحتى نهاية العام الماضي، مقارنة مع معدل نمو بلغ حوالي 8% للفترة الممتدة ما بين عامي 2005 وحتى نهاية العام 2008.
- ارتفاع مستويات الدين العام للحكومة/ تفاقم المديونية.
- ارتفع المجموع العام لرصيد الدين العام الخارجي وإجمالي الدين الداخلي للحكومة المركزية من حوالي 9,394 مليون دينار بنهاية العام 2008 ليصل الى مستوى 19,097 بنهاية العام 2013، أي بارتفاع تجاوز ما نسبته 100% خلال السنوات الخمس الماضية. وذلك نتيجة تفاقم عجز الموازنة خلال السنوات الماضية والذي ارتفع ليصل الى حوالي 1.8 مليار دينار (بعد المساعدات) مقارنة مع حوالي 338 مليون دينار (بعد المساعدات) للعام 2008.
- تأثر الحساب الجاري والميزان التجاري وارتفاع قيمة المستوردات على حساب تراجع الصادرات وتراجع قيمة الاستثمار الاجنبي المباشر.
- ارتفع عجز الحساب الجاري ليصل الى حوالي 2,384.6 مليون دينار بنهاية العام 2013 مقارنة مع حوالي 1,457 مليون دينار بنهاية العام 2008، أي بزيادة بلغت حوالي 63%.

▪ ارتفاع عجز الميزان التجاري الى مستوى 9,906 مليون دينار بنهاية العام 2013 مقارنة مع مستوى 6.427 مليون دينار كما بنهاية العام 2008. وذلك على ضوء تراجع الصادرات الكلية للمملكة بنسبة 0.29% منذ العام 2008 وحتى نهاية العام الماضي مقابل ارتفاع المستوردات بنسبة حوالي 29% خلال نفس الفترة.

▪ تراجع قيمة الاستثمار الاجنبي المباشر في المملكة بنسبة 36.3% حيث سجل خلال العام 2008 مستوى 2,005.7 مليون دينار ليهبط الى مستوى 1,276.9 مليون دينار خلال العام 2013. حيث شهد صافي التغير السنوي في الاستثمارات الاجنبية تراجعاً تدريجياً منذ العام 2008 وذلك بعد جملة عمليات الخصصة للشركات المساهمة العامة التي سبقت تلك الفترة كشركة البوتاس العربية ومصانع الاسمنت الاردنية وغيرها من الشركات التي شملتها الخصخصة في المملكة.

- تراجع مستويات الاحتياطيات الاجنبية للمملكة بشكل ملحوظ نتيجة تفاقم عجز الموازنة خلال السنوات الأخيرة.

▪ سجلت الاحتياطيات الاجنبية هبوطاً ملحوظاً لمستوى 6,632.6 مليون دولار بنهاية العام 2012 لتسجل تراجعاً بنسبة 37% مقارنة بمستوى 10,529.2 مليون دولار سجل بنهاية العام 2011. من جهة أخرى، فقد كان للسياسة النقدية للبنك المركزي ومن ضمنها رفع سعر الفائدة على الدينار الاردني الاثر الواضح في تعزيز ظاهرة ارتفاع الطلب على الدينار خلال العام الماضي والتي ساهمت في تعزيز الاحتياطيات الاجنبية وعودتها الى مستوياتها السابقة حيث ارتفعت الى مستوى 12 مليار دولار بنهاية العام 2013 بعد هبوطها الكبير خلال العام 2012.

• الإجراءات التي قامت الحكومة باتخاذها لمواجهة الوضع الاقتصادي الحالي:

▪ السياسة المالية:

- البدء بتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي الشامل والذي يشمل ضبط المصاريف والنفقات الحكومية بالإضافة الى خفض الدعم الحكومي لفاتورة الطاقة.

• تلتزم الحكومة في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تبنته للفترة من 2012 الى 2016، حيث تتبنى مجموعة من الاجراءات على صعيد ضبط النفقات وذلك من خلال:

▪ استيفاء ما يعادل قيمة استهلاك الخبز من غير الاردنيين من خلال زيادة رسوم تصاريح العمل ورسوم التأشيرة ورسوم الإقامة اعتباراً من 1/1/2014، وذلك بدلاً من اعادة توجيه الدعم المخصص لمادة الخبز ليوفر حوالي 75 مليون دينار.

▪ ضبط آلية صرف الدعم النقدي من خلال الاخذ بضوابط ومتطلبات جديدة مثل الملكية العقارية وامتلاك المركبات.

▪ تخفيض مخصصات الاستهلاك بحوالي 25 مليون دينار.

▪ تخفيض دعم الوحدات المستقلة بما نسبته 15%.

▪ تعديل مخصصات فاتورة التقاعد بحوالي 25 مليون دينار عن المقدر الاولي.

▪ في حين قامت الحكومة بصياغة استراتيجية للطاقة متوسطة المدى تهدف للحد من خسائر شركة الكهرباء تعمل من خلالها على زيادة التعرفة الكهربائية بشكل تدريجي خلال السنوات القادمة بحيث لا تشمل شرائح استهلاك الفقراء.

• حيث وُضع البرنامج بالتشاور مع البنك الدولي لدعم هذا البرنامج بالتمويل المالي اللازم، وذلك لتجنب أي انعكاسات مالية سلبية على النمو الاقتصادي وعلى المواطنين ذوي الدخل المحدود، إضافة الى المساعدة على الحصول على منح خارجية وتمويل استثنائي لتغطية الفجوة التمويلية في الموازنة.

■ السياسة النقدية:

- قام البنك المركزي بدوره بإجراءات تهدف لاستقرار النظام النقدي تمثلت بما يلي:

○ رفع أسعار الفوائد على الدينار الأردني.

○ دعم احتياطي المملكة من العملات الاجنبية خلال العام 2013.

○ تعزيز الثقة بالدينار الاردني كوعاء استثماري.

○ كبح جماح التضخم.

■ تمكن البنك المركزي الأردني من التعامل مع الضغوط على الاحتياطيات خلال عام 2012، حيث ساهمت منح دول مجلس التعاون الخليجي وآلية ربط سندات الخزينة بالدولار في ابقاء الاحتياطيات الاجنبية عند مستويات مريحة.

■ سجلت الاحتياطيات الاجنبية لدى البنك المركزي الاردني ارتفاعاً بنسبة 81% خلال العام 2013 لتصل الى مستوى 12,005.7 مليون دولار مقارنة مع مستوى 6,632.6 مليون دولار سجل بنهاية العام 2012.

ثانياً: بيئة القطاع المالي بيئة القطاع المصرفي

● سمة التحفظ للنظام المصرفي الأردني التقليدي وسياسة اقرضية متحفظة فيما يتعلق بمنح التسهيلات (في حين ساهمت هذه السياسة في تجاوز الآثار المتعلقة بالأزمة المالية العالمية).

لقد كان لسياسات الاقراض والاستثمار المتحفظة للبنوك الاردنية في ظل الاطار العام لقوانين البنك المركزي الاردني اكبر الاثر في تفادي الاخطار الناجمة عن التعامل بمنتجات الائتمان المهيكل والاقراض العقاري، حيث ساهم صمود الجهاز المصرفي في الحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي للمملكة في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.

● بالرغم من ارتفاع عدد البنوك في الاردن إلا ان هناك تركيز في الودائع والتسهيلات (مثل البنك العربي وبنك الإسكان).

يستحوذ كل من البنك العربي (الاردن) وبنك الاسكان للتجارة والتمويل مجتمعين على حوالي 65% من اجمالي ودايع العملاء من بين 13 بنكاً، في حين تصل حصة البنكين الى حوالي 62% من صافي التسهيلات البنكية وذلك كما بنهاية العام 2013.

● هيمنة وسيطرة البنوك كمصدر رئيسي للتمويل عامل حد من تطور سوق الاقتراض المؤسسي.

ان حجم سوق اصدار السندات للشركات لا يكاد يذكر مقارنة بحجم القروض قصيرة وطويلة الاجل المقدمة من البنوك. ولذلك فانه من الواجب على السلطات بالتعاون مع القطاعات المختلفة زيادة الوعي لدى الجمهور بفوائد وايجابيات التمويل عبر اصدار السندات وتشجيع هذا النوع من التمويل.

● نتيجة تراكم العجز المالي للحكومات الأردنية المتعاقبة والتوجه للاقتراض الداخلي للحصول على التسهيلات البنكية خلال السنوات الأخيرة فقد نتج عنه مزاحمة القطاع العام للقطاع الخاص.

ارتفعت التسهيلات البنكية المباشرة والممنوحة من قبل البنوك المرخصة للحكومة المركزية لتصل الى مستوى 1,222.3 مليون دينار كما بنهاية العام 2013 مقارنة مع حوالي 38 مليون دينار فقط بنهاية العام 2008، أي بزيادة تجاوزت أكثر من 30 ضعفاً خلال فترة أقل من خمس سنوات.

● غياب أدوات التحوط المالي بالإضافة الى غياب مرجعية التسعير لدى البنوك المحلية تحد من اتساع عمليات الإقراض المحلي طويل الأجل. بالرغم من توفر قاعدة كبيرة لودائع العملاء لدى الجهاز المصرفي واستقرار حجمها، إلا ان البنوك لا تزال مترددة في تقديم القروض طويلة الاجل ويفوائد ثابتة، وذلك بسبب غياب مرجعية التسعير وغياب أدوات إدارة المخاطر فيما يتعلق بأسعار الفائدة. بحيث يتحمل العملاء مخاطر تغير أسعار الفوائد التي غالباً ما تكون غير ثابتة ويكون للبنوك المقرضة حرية تحديدها.

● التسهيلات المقدمة للمشاريع والأعمال المتوسطة وصغيرة الحجم لا تزال متدنية فيما تتركز التسهيلات البنكية في تمويل الشركات الكبرى. لم تتجاوز التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان لقطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم ما نسبته 8.5% من اجمالي تسهيلات تلك البنوك كما في نهاية العام 2013.

● عدم قدرة البنوك الإسلامية على المشاركة في سوق ما بين البنوك *Interbank* بالرغم من حيازتها لسيولة عالية من النظام البنكي نظراً للتشريعات الناظمة لأعمالها.

سجل بند (النقد والأرصدة لدى بنوك مركزية) لبنكين اسلاميين (البنك الاسلامي الأردني و بنك الأردن - دبي الاسلامي) حوالي 790.2 مليون دينار كما بنهاية النصف الاول من العام 2013، والتي تشكل حوالي 18.1% من اجمالي أرصدة البنوك المرخصة لدى البنك المركزي.

● عدم وجود مرجعية تحقق مركزية للملاءة المالية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين . لا يزال غياب مركزية الاستعلام الائتماني يشكل عقبة رئيسية في طريق مساعي النهوض بقطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم وذلك نظراً لصعوبة حصولها على التمويل اللازم لتطوير أعمالها خصوصاً في مراحلها الأولية.

ثالثاً: سوق الأوراق المالية

- ضحالة وضيق قاعدة الاستثمار المؤسسي والصناديق الاستثمارية يحد من تطوير سوق رأس المال المحلي حيث أن السوق المالي مسيطر عليه من قبل المستثمرين الأفراد
 - سمة المضاربة لها الحظ الأكبر من نشاط السوق المالي
 - تدني حجم التداول يعد احد العوامل غير المشجعة لدخول الصناديق الاستثمارية، حيث بلغ حجم التداول الإجمالي في بورصة عمان للأعوام (2008-2013) (3،2،3،7،10،20) مليار دينار أردني على التوالي، وبانخفاض ملموس يعكس تدني ثقة المستثمرين.
- احتمالية فرض الضرائب على التوزيعات النقدية والمكاسب الرأسمالية فيما يتعلق بأسهم الشركات.
 - والذي يؤثر سلباً على فرصة دخول مستثمرين محتملين الى السوق المالي.
- انخفاض عدد الأسهم الحرة (Free Float) لعدد من الشركات، حيث أن معظم الشركات عائلية والمتطلبات القانونية تدعم ذلك فعدد الأسهم الحرة في السوق الأول هي 10% وفي السوق الثاني 5% فقط.
- صغر حجم سوق الإصدارات لأدوات الدين المتعلقة بالشركات حيث لم يتجاوز عدد الإصدارات (3) إصدارات سنوياً خلال السنوات الخمس الماضية إذا ما تم استثناء إصدارات الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري الموجهة للبنوك ومؤسسة الضمان الاجتماعي. مما يجعل الشركات تتوجه للاقتراض من البنوك بكلفة عالية مبررة بارتفاع مخاطر الإقراض.
- انخفاض حجم سوق الإصدارات الأولية للأسهم IPOs يعكس تدني ثقة المستثمرين في سوق رأس المال الأردني بعد التجارب السابقة في الأعوام 2008 و 2009.

- ضعف تطبيق الحوكمة المؤسسية (Corporate Governance) بالرغم من وجود القوانين. صعوبات الحصول على المعلومات الجوهرية والشفافية في حدها الأدنى.
- نقص في التقارير والابحاث والتي غالباً ما تكون مقتصرة على شركات معينة فيما تغيب الابحاث المتخصصة عن تغطية غالبية الشركات.
- تدني مستوى وجودة البيانات المالية لعدد من الشركات.
○ عدم الالتزام التام لمدققي الحسابات بالقيام بدورهم على الوجه الأكمل.
- معوقات لإجراءات التسجيل والترخيص للشركات لدى الجهات الرسمية (بلغ متوسط الفترة اللازمة 75 يوماً للتسجيل والترخيص والادراج).
- غياب مؤشرات بورصة عمان عن المؤشرات العالمية، فقد توقف عرض أسعار أسهم شركات سوق رأس المال الأردني عن الشبكات العالمية مثل **Bloomberg** و **Dow Jones** مما يعني اختفاء المؤشر الأردني عن المستثمرين الأجانب.
- قلة الفرص الاستثمارية أمام الأفراد في ظل عدم استقرار السوق المالي وعدم السماح للأفراد بالمزاودة على سندات الخزينة، حيث أن معظم السيولة المتوفرة لدى الأفراد يتم توجيهها نحو الودائع في البنوك.

رابعاً: البيئة التشريعية

- محددات لإستقلالية الجهات والسلطات التشريعية (التعيين، الاقالة، والحصانة).
- سوق رأس المال:
- تعدد الجهات المنظمة لسوق رأس المال الأردني (وزارة الصناعة والتجارة، هيئة الأوراق المالية، البنك المركزي الأردني) وعدم التكامل والإتساق في تشريعاتها يؤدي الى تعدد المتطلبات والامتثالات وتكرار لمواد متداخله مما ترتب عليه عبء على بيئة العمل والمستثمر لمقابلة هذه الالتزامات والامتثال لها.
- بالرغم من الإشارة الى صناديق الإستثمار المشترك في قانون الأوراق المالية، إلا أن هناك تعارض ما بين القانون والتعليمات التي تنظم هذه الصناديق أدى الى وقف ترخيص هذه الصناديق، مع العلم بأن التشريعات قيد التعديل منذ فترة طويلة وأن إقرارها سيؤدي الى تنشيط سوق أسناد القرض.
- التأخر في تنظيم التشريعات المتعلقة بالصكوك الإسلامية في وقت أصبحت فيه الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المستخدمة في الأسواق المالية العالمية.
- بالرغم من الإشارة الى السندات القابلة للتحويل الى أسهم في التشريعات، إلا أن عدم وجود خلفية لدى الجهات المعنية حول آلية التحويل يشكل عائقاً للشركات في عملية إصدار هذا النوع من السندات.
- بالرغم من وجود قواعد وأسس لحوكمة الشركات إلا أن بعضها مستند إلى عدد من التشريعات والبعض الآخر هي مبادئ غير إلزامية تم وضعها من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وبالتالي هي أسس استرشادية لا تلزم أحد.

الخطوات والاجراءات اللازمة لمواجهة هذه التحديات وتوسيع وتفعيل قاعدة المستثمرين:

- زيادة الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين المحليين والاجانب عن طريق الحملات الدعائية مع التركيز على الخصائص الاستثمارية والتركيز على الإيجابيات والحوافز المقدمة للمستثمرين وكذلك تفعيلها.
- تشجيع المؤسسات كالبنوك ومؤسسة الضمان الاجتماعي على الدخول بشكل أكبر لتحفيز السوق المالي .
- تشجيع المؤسسات كالبنوك ومؤسسة الضمان الاجتماعي على تنوع مصادر التمويل كالعامل على إصدار أسناد قرض يتم تداولها في بورصة عمان.
- ضرورة تفعيل العمل بنظام DVP (delivery vs. payment) وخصوصاً بهدف تنشيط الاستثمار الاجنبي في سوق عمان المالي.
- ضرورة الاتفاق على عدد من القوانين والتشريعات للتعامل مع حالات تصفية الشركات وقانون الإفلاس وتفعيل هذه القوانين وتطبيقها.
- ضرورة إقرار تعليمات واضحة لحوكمة الشركات تكون ملزمة وعدم الاكتفاء بالأسس والقواعد الحالية، والتركيز فيها على الفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ، بالإضافة إلى موضوع دوران مدقي الحسابات.

- ضرورة إعادة النظر بالقوانين والأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار وأدوات الدين (التسديد)، والعمل على إقرار التشريعات التفصيلية المنظمة للإصدارات الإسلامية (الصكوك) حيث أنه بالرغم من إقرار قانون صكوك التمويل الإسلامي من قبل البرلمان الأردني إلا أنه حتى تاريخه لم يتم إقرار التشريعات التفصيلية من قبل مجلس الوزراء وتكمن أهمية هذه الصكوك بأنها تتيح مصادر تمويل جديدة لم تتوافر من قبل للحكومة لمعالجة عجزها المالي وأنها مصدر تمويلي جديد للشركات.
- التركيز على توسيع نطاق الأبحاث والدراسات لتشمل شرائح أوسع من الشركات التي لا تحظى بالتغطية اللازمة.
- خلق وتفعيل دور الوكالات والمؤسسات المختصة بالتصنيف Rating Agencies.
- تفعيل دور المؤسسة المختصة بالاستعلام الائتماني Credit Bureau والتي تم تأسيسها مؤخراً بمساهمة من البنوك والشركات.
- ضرورة تفعيل النافذة الإستثمارية الواحدة، لبيان موائمة بيئة الأعمال مع القوانين والتشريعات.
- التعاون والتنسيق ما بين الجهات القانونية من خلال لجنة إنتلاف تمثل هذه المؤسسات لبحث ومناقشة المنظومة القانونية كبنية تحتية لأسواق رأس المال.
- إشراك القطاع الخاص في منظومة التشريعات وعملية الإصلاح الشاملة وبما يحقق التكامل في الخبرات.
- رفع نسبة الأسهم الحرة (free float) في بورصة عمان.

● التركيز على العدالة الضريبية بين الاستثمار المباشر في بورصة عمان والاستثمار عن طريق صناديق الاستثمار لتشجيع الاستثمار الاجنبي.

● العمل على إعادة مؤشر بورصة عمان إلى الأنظار من خلال الشبكات العالمية مثل **Bloomberg** و **Dow Jones**.

● إتاحة الفرصة أمام المستثمرين الأفراد للدخول في المزادة على سندات الخزينة الصادرة عن الحكومة الأردنية ومؤسساتها العامة أو إعادة سندات التنمية التي كان يتم المزادة عليها من قبل الأفراد، الأمر الذي سيعطي فرص استثمارية متعددة أمام الأفراد بدلاً من توظيفها بشكل كامل على شكل ودائع في البنوك في ظل عدم استقرار السوق المالي.

● إعادة الثقة إلى بورصة عمان بما يتطلبه ذلك من متابعة من قبل هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ودائرة مراقبة الشركات ، والتركيز بشكل رئيسي على محاسبة مجالس الإدارة المخالفين.