



جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم الاقتصاد

أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الاردن

دراسة قياسية: (1978-2014)

**The Impact of the Performance of Amman Stock Exchange on
Economic Growth in Jordan: Econometric study (1978-2014)**

إعداد الطالبة:

روان رشاد العمري

بإشراف الدكتور:

أ.د. أحمد ابراهيم ملاوي

الفصل الدراسي الصيفي

(2016-2017)

لجنة المناقشة

أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الاردن دراسة قياسية: (1978-2014)

إعداد الطالبة

روان رشاد العمري

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في كلية الاقتصاد

والعلوم الإدارية في تخصص الاقتصاد في جامعة اليرموك, اردن, الأردن.

وافق عليها:

أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي.....مشرفاً رئيسياً.

أستاذ في الاقتصاد, جامعة اليرموك.

د. موسى عقيل روايدة..... عضواً.

أستاذ مشارك في الاقتصاد, جامعة اليرموك.

د. يحيى سليم بني ملح..... عضواً.

أستاذ مشارك في إدارة الأعمال, جامعة اليرموك.

تاريخ مناقشة الرسالة

2017/8/14

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يُذَرِّعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا

تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ .

(سورة المجادلة الآية 11)

الإهداء

إهداء إلى قدوتي ومثلي الأعلى..... والدي العزيز.

إهداء إلى أعلى ما أملك..... والدي الغالية.

إهداء إلى شريك حياتي وسندي في هذه الحياة..... زوجي الغالي.

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي بحمده تدوم النعم والذي لولاه ما جرى قلم ولا تكلم إنسان، أحمد الله حملاً كثيراً على توفيقى لكتابة هذه الرسالة وأتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور أحمد ملاوي لما بذله من جهد كبير لتوجيهي وإرشادي في كتابة هذه الرسالة وإعطائي النصائح والمعلومات القيمة. كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان لأساتذتي الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الدكتور موسى الروابدة والدكتور يحيى بني ملح الذين تحملاً عناء قراءة هذه الرسالة ومراجعتها وتصويبها. كما أتقدم بالشكر الجزيل الى كافة أساتذتي في قسم الاقتصاد في جامعة اليرموك.

روان رشاد العمري

قائمة المحتويات

رقم	الموضوع
أ	قرار المناقشة
ج	الإهداء
د	الشكر والتقدير
هـ	قائمة المحتويات
ح	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	الملخص باللغة العربية
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
1	1.1 المقدمة
2	2.1 مشكلة الدراسة
3	3.1 هدف الدراسة
3	4.1 أهمية الدراسة
3	5.1 فرضية الدراسة
4	6.1 منهجية الدراسة والأسلوب الإحصائي المستخدم
4	7.1 مصادر وبيانات الدراسة
4	8.1 مخطط الدراسة
6	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
6	1.2 المقدمة
7	2.2 النمو الاقتصادي
8	3.2 نظريات النمو الاقتصادي
10	4.2 الأسواق المالية

12	5.2 الأوراق المالية المتداولة بأسواق النقد
13	6.2 الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال
13	7.2 أركان السوق المالي
14	8.2 العلاقة بين النمو الاقتصادي والأسواق المالية
21	9.2 الدراسات السابقة
25	الفصل الثالث: الإطار الوصفي لمتغيرات الدراسة
25	1.3 المقدمة
25	2.3 تطور الناتج المحلي الإجمالي في الأردن (1978-2014)
29	3.3 سوق رأس المال الأردني
30	4.3 مؤسسات سوق رأس المال الأردني
32	5.3 نشأة سوق بورصة عمان
33	6.3 الأوراق المالية المتداولة في سوق بورصة عمان
34	7.3 تطور اداء بورصة عمان
39	الفصل الرابع: منهجية الدراسة والتحليل القياسي
39	1.4 منهجية الدراسة
39	2.4 متغيرات الدراسة
41	3.4 نموذج الدراسة
43	4.4 مصادر البيانات
44	5.4 الاختبارات الأولية
44	1.5.4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)
46	2.5.4 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)
46	3.5.4 اختبار كوزوم للإستقرارية (CUSUM of Squares Stability Test)
47	4.5.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)
47	5.5.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Test)

47	6.4 نتائج التحليل القياسي
50	1.6.4 اختباري جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF) و (PP)
50	2.6.4 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)
52	3.6.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)
54	4.6.4 تقدير المرونات في المدى الطويل باستخدام (DOLS)
62	5.6.4 اختبار كوزوم للاستقرارية (CUCUM of Squares Stability Test)
64	6.6.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Tests)
65	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات
65	1.5 النتائج
66	2.5 التوصيات
67	المراجع العربية والإنجليزية
67	المراجع العربية
70	المراجع الإنجليزية
72	الملخص باللغة الإنجليزية

قائمة الجداول

رقم	الموضوع	الجدول
27	تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل النمو في الأردن (1978-2014)	(1-3)
35	تطور مؤشرات بورصة عمان ومعدلات نموها (1978-2014)	(2-3)
48	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)	(1-4)
49	نتائج اختبار فيليبس-بيرون (PP)	(2-4)
50	نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ لنموذج معدل الدوران	(3-4)
51	نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ لنموذج حجم التداول	(4-4)
51	نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ لنموذج الرقم القياسي لأسعار الأسهم	(5-4)
52	اختبار التكامل المشترك لنموذج معدل الدوران	(6-4)
53	اختبار التكامل المشترك لنموذج حجم التداول	(7-4)
53	اختبار التكامل المشترك لنموذج الرقم القياسي لأسعار الأسهم	(8-4)
55	نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل لنموذج معدل الدوران	(9-4)
58	نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل لنموذج حجم التداول	(10-4)
60	نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل لنموذج الرقم القياسي لأسعار الأسهم	(11-4)
64	نتائج الاختبارات التشخيصية	(12-4)

قائمة الأشكال

رقم	الموضوع	الشكل
29	مسار نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأردن (1978-2014)	(1-3)
38	مسار نمو مؤشرات بورصة عمان (1978-2014)	(2-3)
62	نتائج اختبار كوزوم للإستقرارية لنموذج معدل الدوران	(1-4)
63	نتائج اختبار كوزوم للإستقرارية لنموذج حجم التداول	(2-4)
63	نتائج اختبار كوزوم للإستقرارية لنموذج الرقم القياسي لأسعار الأسهم	(3-4)

الملخص

العمرى، روان رشاد. أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن: دراسة قياسية

(1978-2014). رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة اليرموك، 2017.

إشراف أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي.

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن، خلال الفترة (1978-2014)، واختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة، تم تطبيق اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس- بيرون (PP). وأظهرت النتائج أن المتغيرات غير ساكنة بمستوياتها رغم أنها ساكنة عند أخذ الفرق الأول. وتم تطبيق اختبار كوزوم (CUSUM of Squares) لاستقصاء استقرارية معاملات النموذج. كما تم إجراء اختبار جوهانسون للتكامل المشترك وطريقة المربعات الصغرى المتحركة (DOLS).

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لكل من معدل دوران الأسهم و حجم التداول على النمو الاقتصادي، في حين كان أثر الرقم القياسي لأسعار الأسهم ايجابيا على النمو الاقتصادي.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها، أوصت الدراسة بضرورة العمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية لتحقيق الدور المرجو منها في زيادة النمو الاقتصادي، كما أوصت الدراسة بضرورة تحفيز الاستثمارات الأجنبية المباشرة في البورصة، وذلك بخفض معدل الضريبة على هذه الاستثمارات، كما أوصت بخلق آليات تضمن رقابة السوق على الشركات وإلزامها بنشر البيانات والمعلومات عنها بصورة أكثر وضوح وشفافية، وذلك كي تستطيع الأسواق المالية تأدية دورها في تعبئة مدخرات المستثمرين، وحشدها في المجالات الأكثر ربحية.

الكلمات المفتاحية: النمو الاقتصادي، معدل دوران الأسهم، حجم التداول، الرقم القياسي

لأسعار الأسهم، طريقة المربعات الصغرى المتحركة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية موضع اهتمام الكثير من الباحثين في كثير من الدول النامية والمتقدمة على السواء، وذلك لأثرها الإيجابي على النمو الاقتصادي. فالأسواق المالية تلعب دور الوسيط في تجميع الموارد المالية والمدخرات وتوظيفها في المجالات الأكثر ربحية، وهذا ما يؤكد أهميتها البالغة في تعزيز ودعم اقتصاديات الدول، حيث توفر الأسواق المالية الفرصة لتكوين رأس المال وتوزيعه على القنوات الانتاجية المختلفة، الأمر الذي يساهم في رفع كفاءة الاقتصاد وتحقيق الاستقرار.

وقد أكدت معظم الدراسات التطبيقية التي أجريت في هذا المجال على وجود علاقة وطيدة تربط الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي. فالأسواق المالية تقوم بوظائف اقتصادية متعددة تساهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث تقوم هذه الأسواق بتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي، وتحفز وضع الخطط التنموية لزيادة حجم الاستثمارات ورفع معدل انتاجيتها. كما أن هذه الأسواق تعتبر حلقة وصل بين المستثمرين والمدخرين، فهي تعمل على تحسين توزيع المدخرات من المدخرين أصحاب الفائض المالي إلى المستثمرين أصحاب العجز المالي، وبذلك تعتبر مصدرا مستمرا لدفع الأموال إلى الوحدات الانتاجية المتاحة، وهذا ما يؤكد على دورها في توفير مناخ استثماري لحركة رأس المال، والذي ينعكس على فعاليات وحجم

الانتاج، وتطوير الأنشطة الاستثمارية، فهي بذلك تعتبر وسيلة فعالة ومهمة للادخار والاستثمار على حد سواء.

وفيما يتعلق بمؤشرات بورصة عمان، فقد ارتفع حجم التداول من (5.615) مليون دينار أردني عام 1978، إلى (2.263) مليار دينار أردني عام 2014، وبمعدل نمو سنوي مقدراه (-25.2%). كما ارتفع معدل دوران الأسهم من (2.91) عام 1978، إلى (32.814) عام 2014، وبمعدل نمو سنوي مقداره (-13.6%) (موقع بورصة عمان). وفي المقابل فقد ارتفع الناتج المحلي الاجمالي من (795.4) مليون دينار أردني عام 1978، إلى (23851.6) مليون دينار أردني عام 2014، بمعدل نمو سنوي مقداره (6.6%) (البنك المركزي الأردني).

2.1 مشكلة الدراسة:

تعتبر الأسواق المالية محركا من المحركات الرئيسية للاقتصاد لما لها من وظائف اقتصادية مهمة تؤثر وبشكل كبير على عملية النمو الاقتصادي في الدول، فهي تجذب الاستثمارات الأجنبية، وتساعد على تدفق العملات الأجنبية للداخل، وتوجه الاستثمارات إلى المجالات الأكثر كفاءة. وبما أن الأردن يعاني من مشاكل اقتصادية كثيرة مثل البطالة والفقر والتشوهات في ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية، فإنه يحاول البحث عن الطرق المناسبة التي قد تساهم في حل بعض هذه المشكلات، والاهتمام ببورصة عمان قد تعتبر إحدى هذه الطرق، حيث أنه من المتوقع أن تؤدي بورصة عمان إلى التأثير ايجابيا على النمو الاقتصادي. لذلك سنقوم هذه الدراسة باستقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية (2014-1978).

3.1 هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى استقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية (1978-2014). ولتحقيق هذا الهدف قامت الدراسة ببناء نموذج قياسي بالاستناد إلى النظرية الاقتصادية والنماذج القياسية التي تم استخدامها في الدراسات السابقة، واعتماداً على بيانات سنوية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي للدراسة.

4.1 أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من انها تتوافق مع الاهتمام المتزايد بالأسواق المالية في الدول العربية، لما لها من أثر واضح على النمو الاقتصادي، حيث أن هذه الأسواق أصبحت عنصراً مهماً من عناصر الاقتصاد القوي، يؤدي تواجدها إلى دعم مقومات الاقتصاد كونها تسهم في حشد وتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات، وتمويل المشاريع الاقتصادية التنموية، مما قد ينعكس إيجابياً على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والدخل الفردي، لذلك تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تحفيز النمو الاقتصادي. ولذلك جاءت هذه الدراسة بهدف استقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن وإيجاد الآليات المناسبة لتفعيل دور بورصة عمان في تعزيز النمو الاقتصادي في الأردن.

5.1 فرضية الدراسة:

ستحاول هذه الدراسة اختبار الفرضية الرئيسية التالية:

يؤثر أداء بورصة عمان إيجابياً على النمو الاقتصادي في الأردن.

6.1 منهجية الدراسة والأسلوب الإحصائي المستخدم:

تعتمد هذه الدراسة على الأسلوب الوصفي التحليلي الذي يفسر ويحلل واقع كل من النمو الاقتصادي وتطور بورصة عمان المتمثل بعدة مؤشرات مثل حجم التداول، ومؤشر أسعار الأسهم، ومعدل دوران الأسهم، كما تعتمد هذه الدراسة على الأسلوب القياسي الذي يربط أداء بورصة عمان مع النمو الاقتصادي باستخدام نموذج اقتصادي قياسي، وسيتم استخدام بيانات سنوية للفترة (1978-2014).

7.1 مصادر بيانات الدراسة:

تم الحصول على البيانات اللازمة لهذه الدراسة من النشرات والتقارير الصادرة عن المؤسسات والدوائر الحكومية الأردنية وأهمها البنك المركزي الأردني وبورصة عمان، ولتغطية الجانب النظري اعتمدت الدراسة على مجموعة من المصادر والمراجع العربية والأجنبية والتي شملت مجموعة من الكتب والمقالات والأبحاث المنشورة والرسائل الجامعية.

8.1 مخطط الدراسة:

تم تناول الموضوع في خمسة فصول مترابطة، وهي على النحو التالي:

- الفصل الأول: (الإطار العام للدراسة)

ويشتمل هذا الفصل على عرض المقدمة، ومشكلة الدراسة، وهدف الدراسة، وأهمية الدراسة، وفرضية

الدراسة، ومنهجية الدراسة والأسلوب الإحصائي المستخدم، ومصادر البيانات.

- الفصل الثاني: (الإطار النظري والدراسات السابقة)

ويشمل الجانب النظري تحليل العلاقة بين أداء الأسواق المالية والنمو الاقتصادي من الناحية النظرية، إضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.

- الفصل الثالث: (الإطار الوصفي لمتغيرات الدراسة)

ويشمل وصفا تحليليا لكل من أداء بورصة عمان والنمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية المختارة للدراسة.

- الفصل الرابع: (منهجية الدراسة والتحليل القياسي)

ويشتمل على منهجية الدراسة، ومتغيرات الدراسة، والنموذج القياسي، والاختبارات القياسية.

- الفصل الخامس: (النتائج والتوصيات)

ويشمل أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، إضافة إلى التوصيات.

الفصل الثاني

الأطار النظري والدراسات السابقة

2.1 المقدمة:

احتلت الأسواق المالية في الآونة الأخيرة موضع اهتمام الكثير من الباحثين في الدول النامية والمتقدمة، إذ أصبح تطور هذه الأسواق مقياس للتقدم الحضاري في تلك الدول، فبدونها يصعب ان تنهض الأمم وترتقي، فقد أصبحت من الوسائل الفعالة لتحقيق النمو الاقتصادي في كافة المجالات.

ومن أهم الأدوار التي تقوم بها الأسواق المالية، جذب رؤوس الأموال الفائضة غير الموظفة في الاقتصاد القومي، وتحويلها إلى رؤوس أموال موظفة وفعالة لها أثر ايجابي في النمو الاقتصادي. ولكي تحقق هذه الأسواق دورها في التأثير على اقتصاد بلد ما، كان لابد من وجود سوق فعال للأوراق المالية في ذلك البلد، الأمر الذي يتطلب أن يكون الاقتصاد منتعشا، وأن يكون هناك استقرار في الأوضاع السياسية والاقتصادية لذلك البلد، كما يجب أن تتوفر المدخرات والثروات الفردية والجماعية، وتتوافر المؤسسات المالية التي تساعد في تحقيق التوزيع الأمثل لتلك المدخرات. ومن هنا جاء دور متخذي القرار الاقتصادي في انشاء وتطوير الأسواق المالية، وذلك لتحقيق النفع الأكبر من هذه الأسواق، حتى تؤدي دورها الايجابي في تحقيق النمو الاقتصادي.

2.2 النمو الاقتصادي:

يعتبر النمو الاقتصادي أحد الشروط الرئيسية لتحسين المستوى المعيشي للمجتمعات وتحقيق رخائها، حيث أنه يعد أهم الأهداف الأساسية التي تسعى إليها الحكومات، لزيادة الرفاهية لأفراد المجتمع.

يمكن تعريف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة في الدخل القومي عبر الزمن، ويمكن قياس هذا الدخل عن طريق الناتج القومي الإجمالي الحقيقي (Shapiro, 1995).

كما يمكن ان يعرف أيضا على أنه الزيادة الحاصلة في الطاقة الانتاجية إما عن طريق الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أو عن طريق الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية معينة (Solow, 2000).

من خلال ما تقدم يمكن تعريف النمو الاقتصادي أنه الزيادة في انتاج السلع والخدمات في دولة معينة خلال فترة زمنية محددة، ويمكن قياس النمو الاقتصادي عن طريق الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أو عن طريق الناتج القومي الإجمالي الحقيقي.

أما مقومات النمو الاقتصادي فيمكن حصرها في:

- عنصر العمل: والذي يتمثل في مجموع القدرات الفيزيائية والذهنية التي يمكن أن يستخدمها الانسان في انتاج السلع والخدمات الضرورية لتلبية احتياجاته. ويؤثر النمو السكاني على الانتاج من خلال عنصر العمل والذي يؤثر بدوره على حجم العمالة النشطة، كما أنه يؤثر على الانتاج من خلال عدد ساعات العمل، فكلما كانت الساعات المخصصة للعمل اليومي طويلة، فإن حجم

القوى العاملة يتجه نحو الزيادة، في حين أن تقلص ساعات العمل اليومي يتجه إلى انقاص حجم القوى العاملة (Todaro, 1989).

• عنصر رأس المال: يعد عنصر رأس المال بشقيه المادي والبشري عاملا تراكميا، حيث أنه يتكون من (معدات، وآلات، وتجهيزات، واستثمارات جديدة في الأرض، وموارد بشرية)، والزيادة في كمية ونوعية عنصر رأس المال يعد عاملا رئيسيا لتحسين الانتاج والذي بدوره يلعب دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي وبالتالي زيادة الإنتاجية الحدية لعنصر العمل (Solow,2000).

• عنصر التكنولوجيا: والذي يعتبره الاقتصاديون من أهم العناصر المؤثرة في الانتاج، حيث أنه يساعد على الاستخدام الأمثل والأكثر فعالية للموارد المتاحة، فالتقدم التقني أو التكنولوجي يساهم في ايجاد طرق مطورة لاتمام المهام التقليدية مثل انتاج المحاصيل، وصناعة الملابس، وغيرها من المهام، بتكلفة أقل وبجودة أفضل، وهذه يؤدي حتما إلى زيادة الانتاج وتحقيق النمو الاقتصادي المطلوب (Todaro, 2011).

3.2 نظريات النمو الاقتصادي:

هناك العديد من المدارس الفكرية التي بحثت في النمو الاقتصادي، وحاولت تقديم إطار نظري شامل، وذلك بهدف مساعدة كافة الدول للوصول إلى مستويات مقبولة من الأداء الاقتصادي، إذ أن تحسين المستوى المعيشي للأفراد والنهوض بالأمم كان ولا زال الهدف الأكبر الذي تسعى خلفه الدول، وفيما يلي استعراض لبعض نظريات النمو الاقتصادي:

• النظرية الكلاسيكية: ومن أهم مؤسسيها آدم سميث ودافيد ريكاردو وتم تأسيسها عام 1976، حيث ركز الكلاسيكيون على سياسة الحرية الاقتصادية، وحرية المنافسة الكاملة، دون أي تدخل للحكومة. وقد اهتم الكلاسيكيون بتحديد أسباب التفاوت في توزيع الدخل بين طبقات المجتمع

الثلاث، أصحاب رؤوس الأموال، وملاك الأراضي، والعمال. كما انصب تركيزهم على مسألتين رئيسيتين الأولى تخص العوامل المحددة لدخل كل طبقة من طبقات المجتمع، والثانية تتبع أثر النمو الاقتصادي على طريقة توزيع الدخل بين عوامل الانتاج. وافترض الكلاسيكيون حتمية وصول عملية النمو إلى نقطة التوازن بسبب ندرة الموارد الطبيعية، وعليه فإن النتيجة النهائية للتنمية هي الركود، فما أن تبدأ الأرباح بالتراجع إلى أن يصل معدل الأرباح إلى الصفر، وبالتالي يتوقف التراكم الرأسمالي. وقد واجهت المدرسة الكلاسيكية الكثير من الانتقادات ومن أهمها، إهمالها للقطاع العام وإعطاء أهمية أقل للتكنولوجيا، وعدم واقعية مفهوم عملية النمو.

● النظرية الكينزية: تمكن كينز، والذي يعتبر مؤسس هذه النظرية، من وضع الحلول المناسبة للأزمة الاقتصادية العالمية (1929-1939)، والتي تمثلت في تفاقم مشكلة البطالة وانخفاض الدخل القومي في مختلف دول العالم، وركز كينز على دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في تحقيق النمو الاقتصادي، على خلاف النظريات الأخرى والتي تشجع الاقتصاد الحر (دون تدخل الدولة)، وبموجب هذه النظرية فإن قوانين نمو الدخل القومي ترتبط بنظرية المضاعف، حيث يزداد الدخل القومي بمقدار مضاعف للزيادة الحاصلة في الانفاق الاستثماري، ومن خلال الميل الحدي للاستهلاك (خشيب، 2014).

● النظرية النيوكلاسيكية: ظهر الفكر النيوكلاسيكي في السبعينيات من القرن التاسع عشر، ومن أهم مؤسسيه ألفريد مارشال وفيكسيل وكلاارك. وكان من أهم أفكار هذه النظرية اعتبار النمو الاقتصادي عملية مترابطة ومتكاملة ولها تأثير ايجابي متبادل، حيث أن النمو في قطاع معين يؤثر ايجابيا على النمو في القطاعات الأخرى، واعتبرت هذه النظرية أن النمو الاقتصادي هو حصيلة التفاعل بين التكوين الرأسمالي والزيادة السكانية، حيث أن الزيادة في التكوين الرأسمالي

تؤدي إلى زيادة عرض رأس المال، وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة، فتزيد الاستثمارات ويزيد الانتاج، ويتحقق النمو الاقتصادي.

• نظرية النمو الداخلي: تتعرض نظرية النمو الداخلي للعلاقة بين التجارة الدولية والنمو الاقتصادي والتنمية، فهي تبحث في تقليص العوائق التجارية، وتسرع معدلات النمو الاقتصادي والتنمية في الأجل الطويل، من خلال استيعاب الدول النامية للتكنولوجيا المتطورة في الدول المتقدمة بمعدل أسرع، وزيادة المنافع المتدفقة من الأبحاث والتطوير، وتحقيق اقتصاديات الحجم في الانتاج، وتقليل تشوهات الأسعار بالشكل الذي يقود إلى كفاءة أكبر لاستخدام الموارد المحلية في القطاعات الاقتصادية، وتحقيق تخصص وكفاءة أكبر في انتاج المدخلات الوسيطة، وتقديم منتجات وخدمات جديدة (السواحي، 2006).

4.2 الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية بأنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية هي واحدة، وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة (الإمام، 1979).

كما يمكن تعريفها بأنها سوق منظمة وموجهة للجمهور، حيث تتم العمليات وفقاً للقواعد المنصوص عليها في القوانين والأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجراؤها وتنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانوناً القيام بذلك (كافي، 2009).

وخلص القول أنه من خلال هذه الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، فيمكن اعتبارها طرقاً منظمات الاتصال بين الممولين والمستثمرين من مختلف القطاعات، حيث يتم فيها

توجيه رؤوس الأموال الفائضة إلى القنوات الاستثمارية المناسبة، وتوظيفها في مشروعات منتجة في الاقتصاد.

وتنقسم الأسواق المالية إلى قسمين:

• سوق النقد: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول النقدية قصيرة الأجل، والتي يكون تاريخ استحقاقها لمدة لا تتجاوز السنة وتتم فيه عمليات الاقراض والاقتراض بناءً على سعر الفائدة، الذي يتحدد من خلال العرض والطلب. ويعتبر الجهاز المصرفي والبنك المركزي والحكومة العناصر المكونة لهذا السوق.

• سوق رأس المال: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم التمويل طويل الأجل، وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين:

1. السوق الأولية (Primary Market): وهو السوق الذي يتم به إصدار أوراق مالية جديدة (طرح أولي) بفتشاً بها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب الأول فيها، وتتم هذه العملية من خلال المصارف المتخصصة، والتي تلجأ إليها شركات الأعمال والمشاريع والأجهزة الحكومية، وذلك بهدف الحصول على رؤوس أموال جديدة لتمويل الاستثمارات الجديدة.

2. السوق الثانوية (Secondary Market): وفي هذا السوق يتم التعامل مع الأوراق المالية بيجاً وشراءً، والتي تم إصدارها في السوق الأولية، إذ أن الحويلة النقدية في السوق الثانوية تذهب من وإلى حملة الأوراق المالية وليس للمؤسسات المصدرة لهذه الأوراق، كما هو الحال في السوق الأولية، وتنقسم السوق الثانوية إلى السوق النظامي والسوق الموازي.

ويمتاز سوق رأس المال عن السوق النقدي بما يلي (شندي، 2013):

• يعتبر سوق رأس المال سوق التمويل طويل الأجل، بينما يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل.

• سوق رأس المال أقل اتساعاً من السوق النقدي.

• يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال، بينما تكون الأولوية لعنصر السيولة والأمان من قبل المستثمر في سوق النقد.

• سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من السوق النقدي، والمتعاملين فيه من المتخصصين.

وتتمثل أهم وظائف السوق المالي (سوق رأس المال وسوق النقد) بما يلي:

1) تنظيم عملية وأسس الإلتقاء والتعامل بين البائعين والمستثمرين.

2) توفير المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار من خلال تلك الأسواق، وهذا يقلل من تكلفة عملية الاستثمار، مما يؤدي إلى توفير المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار.

3) إمكانية حصول المستثمرين على السيولة، إذ توفر هذه الأسواق الآلية المناسبة لمالك الأصل المالي لبيعه.

4) تعتبر الأسواق المالية جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذه الأسواق، فكلما كانت سياسات هذه الشركات ذات كفاءة عالية، كلما تحسنت أسعار أسهمها والعكس صحيح.

5.2 الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد:

• أدونات الخزينة: وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومة، ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ معين، وتتراوح مدة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر إلى سنة، وتباع أدونات الخزينة بخصم، أي بسعر أقل من قيمتها الاسمية.

- الأوراق التجارية: وهي عبارة عن صك مكتوب وفق شكل حدده القانون قابل للتداول بالطرق التجارية، وتكون مدة استحقاقه بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين.
- شهادات الإيداع القابلة للتداول: وهي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك، ويثبت أن حامله أودع مبلغاً مالياً معيناً، ولمدة محدودة وبفائدة معلومة.
- القبولات المصرفية: وهي أداة تستخدم لخدمة التجارة الدولية، وهي عبارة عن أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك بدفع مبلغ معين لهذا العميل في تاريخ معين.

6.2 الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال:

- الأسهم: وهي عبارة عن حقوق ملكية في الشركة المساهمة العامة، وهي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال في إحدى الشركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أم حصة عينية (شيحة و عوض الله، 1993).
- السندات: وهي عبارة عن أدوات دين تطرح في أسواق الأوراق المالية لآجال طويلة، وتتراوح مدة استحقاقها ما بين خمسة سنوات إلى ثلاثين سنة، والسند يعتبر وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الإسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معينة (كافي، 2009).

7.2 أركان السوق المالي:

هناك أركان لا بد من توافرها في السوق المالي تتمثل فيما يلي:

1) المقترضون: وهم وحدات الفائض المالي، ويعتبرون مصدرا أساسيا للأموال، بحيث يقوم الأفراد والمؤسسات في هذه الفئة باستثمار الفائض من أموالهم إما بشكل مباشر أو عن طريق البنوك التجارية المتخصصة.

2) المقترضون: وهم وحدات العجز المالي، وهذه الفئة تحصل على الأموال إما عن طريق الاقتراض من البنوك، أو عن طريق إصدار أوراق مالية، وذلك بهدف الحصول على التمويل من أجل استثماراتها ومشاريعها.

3) الوسطاء: يكمن دور هذه الفئة في نقل أو تحويل الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، مقابل عوائد وعمولات. وتشمل هذه الفئة صناديق التقاعد، وشركات التأمين، وبنوك الادخار، والسماسة، والوكلاء.

8.2 العلاقة بين النمو الاقتصادي والأسواق المالية:

تشكّل الأسواق المالية، بحكم وظيفتها الاقتصادية، آلية هامة من آليات حشد الموارد المالية وتوجيهها إلى المشروعات الاستثمارية، وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات للأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى، فتعتبر حلقة وصل بين المشاريع والادخارات الفردية، وهذا ما يؤكد على الدور الهام الذي تقوم به الأسواق المالية في المجال الاقتصادي، ويمكن عرض الوظائف الاقتصادية التي تقوم بها تلك الأسواق من خلال ما يلي:

1. تشجيع الادخار والمحافظة على الثروة وتنميتها:

تشجع أسواق الأوراق المالية على تنمية الادخار الاستثماري، ولا سيما صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون إنشاء مشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون الاستثمار بالأوراق المالية على قدر طاقتهم المادية، مما يساعد على خدمة أغراض التنمية الاقتصادية. كما أن هذه

الأسواق تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المناسبة، سواء للأسهم أو السندات، وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار. كما تعتبر الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القوة الشرائية حتى موعد الإستحقاق أو حتى موعد بيعها، بحيث لا تستهلك وتتآكل بمرور الزمن بل أنها تنتج أرباحاً وفوائد، وعليه تساهم في تنمية الثروات والمحافظة عليها (محيوي، 2015).

2. توفير السيولة:

تعنى السيولة بتحويل الأصول المالية إلى قوة شرائية، أو تحويل القوة الشرائية إلى أصول مالية، وذلك لسعر قريب من القيمة السوقية العادلة خلال فترة زمنية وجيزة. وتوافر الأسواق المالية وتطور أدائها يعد ضرورياً لتوفير السيولة للمستثمرين، إذ أن المشروعات ذات العائد المرتفع والاحتياجات التمويلية طويلة الأجل تحتاج إلى تجميد المدخرات وعوائدها لفترات طويلة من الزمن، مما يحد من التمويل اللازم لهذه المشروعات، وقد جاءت الأسواق المالية للحد من هذه المشكلة، وتوفير السيولة اللازمة لتمويل تلك المشروعات وتحقيق النمو الاقتصادي، إلا أن خاصية السيولة قد تكون عائقاً للنمو الاقتصادي وذلك للأسباب التالية (اسبر، 2009):

- أ- زيادة السيولة قد تضعف من الحافز على الرقابة على أداء الشركات.
- ب- خفض درجة عدم التأكد المصاحبة للاستثمار تؤدي إلى خفض معدلات الادخار من أجل الاحتياط.

3. المساعدة في التمويل:

ويمكن ذلك في تحويل الأموال من الفئات ذات الفائض المالي (المقرضون) إلى الفئات ذات العجز المالي (المقترضون)، إذ يقوم المقرضون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية في الوقت الحالي،

وإدّخار جزء منها والاستثمار به للحصول على دخل أعلى في المستقبل، وفي المقابل يستخدم المقترضون هذا الجزء من الادخار في شراء وتأجير عناصر الانتاج، مما يسهم في زيادة الانتاج وتحسين المستوى المعيشي لجميع فئات المجتمع.

4. تنويع المخاطر:

يعتبر تنويع المخاطر أحد الوظائف الرئيسية للأسواق المالية، والتي تؤثر ايجابيا على النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تشجيع المستثمر على الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر ذات العائد المرتفع، أو الاستثمار في المشروعات منخفضة المخاطر ذات العائد المنخفض، حيث يقوم السوق المالي بتلك الوظيفة من خلال التنويع في المحافظ الاستثمارية لمؤسسات الوساطة المالية البنكية، فالمحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر (اسبر، 2009).

5. المساهمة في تمويل خطط التنمية:

تعتبر الأسواق المالية جهلاً مالياً هاماً يلعب دوراً رئيسياً في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد، وذلك من خلال تمويل خطط التنمية، إذ تلجأ الحكومات إلى الاقتراض من أفراد الشعب وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات ذات الآجال المختلفة، وذلك بطرحها في الأسواق المالية من قبل البنوك المركزية، ويتم عرضها على المؤسسات المالية الكبيرة كالبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار وغيرهم من المتاجرين بتلك الأوراق المالية، ويتم بيعها لمن يقدم أعلى سعر ثم الأقل، وذلك لسد نفقاتها أو تمويل مشاريع التنمية والتي ستعود في النهاية بالنفع على المجتمع من خلال رفع مستويات التشغيل والتوظيف مما يعمل على تحقيق مستويات أفضل للدخول على المستوى الفردي أو القومي، مما يحقق التنمية الحقيقية لاقتصاديات الدول، فكلما

كانت الأسواق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول (شندي، 2013).

6. جذب الاستثمارات الأجنبية:

سعت العديد من الدول النامية في العقدين الماضيين إلى تحرير الأسواق المالية وانهاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية، مما دفع المستثمرين الدوليين إلى توجيه أموالهم نحو أسواق الأوراق المالية في هذه الدول، مما زاد من حجم الاستثمارات الأجنبية، وأدى إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية. وهناك عدة عوامل ساعدت الأسواق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية يمكن تقسيمها إلى قسمين (اسبر، 2009):

أولاً: العوامل الخارجية (عوامل الدفع): وهي العوامل التي حدثت خارج الدول النامية، وساهمت في اجتذاب رؤوس الأموال، وتتمثل هذه العوامل بما يلي:

أ- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: ففي بداية التسعينات انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وغيرها من الدول الأوروبية المتقدمة بهدف تخفيض خدمة الدين الخارجي على الديون ذات الفائدة المعومة، وقد تبع ذلك انخفاض العوائد على الاستثمارات الأخرى، الأمر الذي ساهم في توجيه المدخرات والاستثمارات نحو أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، حيث شهدت هذه الأسواق ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار الفائدة والأرباح، مما ساهم في نمو الأسواق المالية بمعدلات مرتفعة.

ب- توافر السيولة النقدية على مستوى العالم: ازداد حجم السيولة المتاحة لدى المستثمرين في مختلف الدول نتيجة للنمو السريع في سوق العملات الأوروبية وأسواق النقد المحلية، مما ساهم في زيادة حجم الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية في الدول النامية.

ت- تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية: أدى تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية إلى زيادة حجم الاستثمارات في الأسواق المالية في الدول النامية، فهذه الأخيرة تحقق أرباح وعوائد أعلى نتيجة للاستثمار بها، مما دفع المستثمرين إلى توجيه استثماراتهم لهذه الأسواق.

ث- انخفاض تكلفة المعاملات في الأسواق المالية العالمية: حيث قامت عدد من الدول المتقدمة بخفض كلفة المعاملات في أسواقها المالية، مما سهل من وصول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية إلى الأسواق المتقدمة، الأمر الذي أسهم في زيادة تدفق الأموال لهذه الأسواق.

ثانياً: العوامل الداخلية (عوامل الجذب): وهي العوامل التي اتخذتها الدول النامية والتي أسهمت في جذب الاستثمارات الأجنبية ومن أهم هذه العوامل:

أ- برامج الخصخصة: ويقصد بالخصخصة نقل ملكية الشركات والمؤسسات الحكومية إلى ملكية القطاع الخاص. حيث تقوم الحكومة بطرح أسهم الشركات في سوق الأسهم، مما يشجع المستثمرين على استثمار أموالهم في هذه الأسهم صغيرة القيمة، وهذا يؤدي إلى رفع قيمة التعاملات في هذه الأسواق.

ب- استقرار أسعار صرف العملات في الدول النامية: وهذا ما يشجع المستثمرين على استثمار مدخراتهم في الأسواق التي تتمتع باستقرار أسعار الصرف عوضاً عن استثمارها في الأسواق التي تكون فيها أسعار الصرف متقلبة، فإذا ما تم تقدير قيمة استثمارات معينة بالقيمة الحاضرة لصافي التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل (بعد دفع الضرائب)، فإن تقلبات سعر الصرف قد تؤدي إلى تقليل هذه القيمة بالعملة المحلية، مما يؤدي إلى خسارة المستثمر.

ت- انخفاض معدلات الضرائب على الأرباح الرأسمالية في أسواق الدول النامية: اتجهت معظم الدول النامية إلى تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الموجودة في أسواقها، مما أسهم في تشجيع المستثمرين الدوليين على الاستثمار في هذه الأسواق وبالتالي تنميتها.

7. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:

تعد عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي والخارجي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية (شندي، 2013).

8. توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً:

حيث أن عمليات بيع وشراء وتداول الأوراق المالية، تعمل على تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. ولكي يتحقق ذلك لا بد من توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية (شندي، 2013):

أ- كفاءة التسعير: بحيث تعكس أسعار السوق كافة المعلومات المتاحة فيه.

ب- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل كلفة المعاملات إلى الحد الأدنى، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

ت- عدالة السوق: بمعنى أن تكون هناك فرص متكافئة لكل من يرغب في إبرام الصفقات في ذلك السوق.

ث- الأمان: بمعنى أن يكون هناك اجراءات محددة لحماية الأطراف المتعاملة في السوق ضد مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي قد يعمد إليها بعض الأطراف.

9. توفير الشفافية:

حيث أن هذه الأسواق تُلزم الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية فيها بالافصاح عن جميع المعلومات الخاصة بها أمام المستثمرين، وهذه السمة تعكس الواقع الاقتصادي العام للدولة ويشجع استثمار رؤوس الأموال في الدولة المعنية.

10. إمكانية تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بكفاءة:

تساهم الأسواق المالية في زيادة الوعي لدى المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات المختلفة، مما يساعدهم على الحكم عليها بالفشل أو النجاح، فانخفاض أسعار أسهم إحدى الشركات، يعد مؤشراً على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، الأمر الذي قد يسهم بدوره إلى إجراء تعديلات هيكلية في هذه الشركة أملاً في تحسين مركزها المالي.

بناءً على ما تقدم يمكن اعتبار الأسواق المالية وسيلة مهمة وفعّالة في دفع وتائر النمو الاقتصادي، وذلك عن طريق حشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب شريطة توافر البيئة المناسبة والإدارة الكفؤة.

9.2 الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي حاولت استقصاء أثر الأسواق المالية على النمو الاقتصادي. فمثلا جاءت دراسة Zervos and Levine (1996)، بهدف تحليل العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في المدى الطويل لأكثر من عشرين دولة ومنها استراليا، وألمانيا، وكندا، والأردن، وغيرها من الدول في الفترة (1976-1993)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية قوية بين المتغيرين على المدى الطويل.

كما جاءت دراسة Levine and Beck (2004)، بهدف استقصاء أثر الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي لأربعين دولة ومنها استراليا، وكندا، ومصر، والأردن، وغيرها من الدول في الفترة ما بين 1976 إلى 1989، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية قوية ذات دلالة احصائية بين الأسواق المالية والبنوك من ناحية وبين النمو الاقتصادي من ناحية أخرى.

وفي دراسة عمر (2009)، التي جاءت بهدف البحث في دور الاسواق المالية العربية في تفعيل النمو الاقتصادي للفترة (1982-2008)، التي كان من أهم نتائجها أن العلاقة ضعيفة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية العربية بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي والتي من أهمها ضعف كفاءة التخصيص والتوزيع للموارد المالية، وعدم تنوع قنوات الاستثمار والأدوات المالية.

وفي دراسة Nowbusting (2009)، التي بحثت في تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في موريشيوس في الفترة (1989-2009)، والتي استخدمت حجم التداول والسيولة كمؤشرين لقياس أثر الأسواق المالية، وقد وجدت هذه الدراسة أن هناك أثر ايجابي قوي للأسواق المالية على النمو الاقتصادي على المدى الطويل والقصير.

أما دراسة Boubakari and Jin (2010)، التي حاولت إيجاد علاقة سببية بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي لكل من فرنسا، والبرتغال، والمملكة المتحدة، وهولندا، في الفترة (1995-2000)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية على المدى الطويل بين المتغيرين في بعض الدول التي تتسم أسواقها المالية بدرجة سيولة عالية، وأن سيولة سوق المال لها دور كبير في تحسين الوضع الاقتصادي في المستقبل، أما في الدول التي تتسم أسواقها بصغر حجمها وبدرجة سيولة منخفضة فلم تكن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرين.

أما في دراسة Seetanah et al. (2010)، التي بحثت في أثر كل من تطور القطاع المصرفي وتطور السوق المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية في الفترة (1991-2007)، حيث وجدت هذه الدراسة أن القطاع المصرفي وسوق المال مكملان لبعضهما، وأن لهما أثرا مهما وإيجابيا في دفع عجلة النمو الاقتصادي .

وفي دراسة المولى (2011)، والتي هدفت إلى تحديد مؤشرات لقياس سيولة الأسواق المالية المتمثلة بكل من حجم التداول، ومعدل الدوران، والقيمة السوقية للأسهم، وأثر هذه المؤشرات على النمو الاقتصادي في عدد من الدول العربية خلال الفترة (1994-2007)، وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هذه المؤشرات لا تمارس تأثيرا معنويا في تلك الدول، وأن في بعض هذه الدول مثل بيروت ومسقط، أظهرت هذه المؤشرات أثرا سلبيا على النمو الاقتصادي.

وفي دراسة مشعل ومشعل (2012)، والتي بحثت في العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المالي في الأردن خلال الفترة (1978-2009)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين النظام البنكي والنمو الاقتصادي في الأردن، أما العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية فإنها قصيرة الأجل، وتجري من هذا السوق إلى النمو الاقتصادي وليس العكس.

وفي دراسة قامت بها (Abdul_Khaliq (2013)، التي بحثت في أثر سيولة سوق المال على النمو الاقتصادي في الاردن في الفترة (1991-2011)، توصلت الدراسة إلى أن معدل الدوران الأسهم له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي، على عكس القيمة السوقية لحجم التداول التي لم يظهر لها أثر على النمو الاقتصادي.

أما في دراسة (Al-katib and Al-saffar (2013)، والتي بحثت في أثر القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (2001-2012)، والتي كان من أبرز نتائجها أن هناك أثرا إيجابيا للقطاع المالي ولا سيما سوق الأوراق المالية والقطاع المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن.

أما دراسة شندي (2013)، التي بحث فيها عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي في العراق في الفترة (2005-20012)، فقد تم التوصل إلى انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي في العراق.

أما في دراسة (Osuala et al. (2013)، والتي جاءت بهدف استقصاء دور الأسواق المالية في تحسين النمو الاقتصادي في نيجيريا في الفترة (1981-2011)، فقد تم التوصل فيها إلى أن هناك علاقة إيجابية بين أداء الأسواق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل.

وفي دراسة (Matadeen and Seetana (2015)، والتي حاولت استقصاء العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في موريشيوس في الفترة (1988-2011)، من خلال عدة مؤشرات ومنها معدل الدوران للأسهم وحجم التداول وغيرها من مؤشرات الأسواق المالية، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين النمو الاقتصادي ومؤشرات الأسواق المالية.

من خلال ما سبق نستنتج أن للأسواق المالية في الدول المتقدمة دور إيجابي وفعال في تحقيق معدلات نمو عالية، بينما يعد دور الأسواق المالية في الدول النامية ضعيف نسبياً ، وقد يعزى السبب في ذلك إلى صغر حجم هذه الأسواق وضعف كفاءتها، وقد اهتم الباحثين في الآونة الأخيرة في الأسواق المالية و دورها في تفعيل وتعزيز النمو الاقتصادي، ولهذا جاءت هذه الدراسة بهدف تحليل أداء بورصة عمان وبيان أثرها على النمو الاقتصادي في الأردن .

الفصل الثالث

الإطار الوصفي لمتغيرات الدراسة

1.3 المقدمة:

يعتبر الأردن بلداً صغيراً ذو موارد محدودة، ويعتمد في اقتصاده بدرجة كبيرة على المساعدات والمنح الحكومية الدولية، وحوالات العاملين في الخارج، والقروض الخارجية، والدخل السياحي. ونتيجة لاعتماد الاقتصاد الأردني على العالم الخارجي، فقد تأثر بالأوضاع السياسية والاقتصادية في المنطقة المحيطة، فقد شهد الأردن في بداية السبعينات ارتفاعاً في معدلات النمو الاقتصادي، وذلك نتيجة لازدهار أسعار النفط، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع حجم المساعدات العربية للأردن وحوالات العاملين الأردنيين من الخارج في تمويل الموازنة العامة. أما في الثمانينات ونتيجة لانخفاض أسعار النفط والحروب التي حصلت في المنطقة، فقد حدثت فترات ركود في الاقتصاد الأردني وساهمت في خلق ظروف اقتصادية سيئة كانخفاض حجم المساعدات العربية للأردن وتراجع حوالات الأردنيين العاملين في الخارج.

2.3 تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأردن (1978-2014):

شهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الفترة ما بين (1978-1981) ارتفاعاً ملحوظاً، فقد بلغت قيمته في عام 1978 حوالي 712.4 مليون دينار أردني، ثم ارتفع إلى 1312.2 مليون دينار أردني عام 1981 وبمعدل نمو مقداره (23.9%) كما يظهر الجدول (3-1)، وكان ذلك نتيجة لتنفيذ الأردن خطة التنمية الخمسية للأعوام (1976-1981)، وتعود حالة الازدهار الاقتصادي التي شهدتها الأردن خلال هذه الفترة إلى مجموعة من العوامل كان من أهمها ارتفاع أسعار النفط في السوق

العالمية، وهذا أدى إلى ارتفاع الفائض المالي للدول العربية النفطية، وبالتالي زيادة إنفاقها على المشاريع الإنمائية، مما زاد من الطلب على الأيدي العاملة الأردنية في دول الخليج، الأمر الذي أسهم في ارتفاع حوالات العاملين الأردنيين في الخارج.

أما في المرحلة ما بين (1982-1991)، فقد شهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ارتفاعاً طفيفاً، وانخفضت معدلات النمو في تلك الفترة، فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي 1506.7 مليون دينار أردني في عام 1982 وبمعدل نمو مقداره (14.8%)، حتى وصل إلى 2632.6 مليون دينار أردني عام 1991 وبمعدل نمو سنوي (6.9%) كما يظهر في الجدول (1-3)، ولعل أسباب التراجع في هذه الفترة كانت نتيجة طبيعية للركود الاقتصادي العالمي والإقليمي خلال هذه الفترة، وقد وصل عجز الموازنة العامة في الأردن إلى مستويات عالية، وحصل هبوط حاد في احتياطات الأردن من العملات الأجنبية، مما أدى إلى انخفاض سعر صرف الدينار الأردني من 3.3 دولار إلى 1.3 دولار، ونجم عن ذلك ارتفاع حاد في الأسعار.

أما خلال الفترة (1992-1999)، والتي أعقبت الأزمة المالية والاقتصادية الحادة، فقد حاول الأردن تصحيح المسار الاقتصادي بتنفيذ خطة تصحيحية تغطي تلك الفترة، إلا أن تأثر المملكة بأزمة حرب الخليج الثانية حال دون الاستمرار في تنفيذ الخطة، وقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عام 1992 حوالي 3128.9 مليون دينار أردني، ووصل إلى 4864.9 مليون دينار أردني عام 1999، وبمعدل نمو مقداره (3.1%) كما يظهر من الجدول (1-3)، وعلى الرغم من محاولات الأردن لتصحيح الإختلالات الاقتصادية خلال هذه الفترة، إلا أنه لم يحقق معدلات نمو عالية في الناتج المحلي الإجمالي.

جدول (1-3)

تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل النمو في الأردن خلال الفترة الزمنية

(2014-1978)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (مليون دينار أردني)	معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي* (%)
1978	712.4	-
1979	901.1	26.5
1980	1058.7	17.5
1981	1312.2	23.9
1982	1506.7	14.8
1983	1601.4	6.3
1984	1730.6	8.1
1985	1767.7	2.1
1986	1937.2	9.6
1987	1999.9	3.2
1988	2062.8	3.1
1989	2199.4	6.6
1990	2463.7	12.0
1991	2632.6	6.9
1992	3128.9	18.9
1993	3334.4	6.6
1994	3690.4	10.7
1995	4019.2	8.9
1996	4142.6	3.1
1997	4451.2	7.4
1998	4720.2	6.0
1999	4864.9	3.1
2000	5153.6	5.9
2001	5470.0	6.1
2002	5849.4	6.9
2003	6301.3	7.7
2004	7195.0	14.2
2005	7963.6	10.7
2006	9362.8	17.6
2007	10805.1	15.4
2008	13971.2	29.3
2009	15044.5	7.7

9.1	16417.2	2010
9.6	17987.7	2011
7.3	19298.3	2012
8.7	20981.4	2013
6.6	22365.9	2014

* تم احتسابه من قبل الباحثة.

المصدر: قاعدة البيانات الإلكترونية للبنك المركزي.

أما خلال الفترة ما بين (2008-2000)، فقد كان هناك ارتفاع ملموس للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي، فقد بلغ في عام 2000 حوالي 5153.6 مليون دينار أردني ووصل إلى 13971 مليون دينار أردني عام 2008 وبمعدل نمو (29.3%)، وربما يعزى ذلك إلى الخطوات التي اتبعتها الأردن في مجال تحسين بيئة الأعمال وجذب الاستثمارات، والتقدم الكبير في مجال الخصخصة وتحرير التجارة الخارجية إضافة إلى التحسن في البيئة التشريعية والقانونية المناسبة لدعم الأنشطة الاقتصادية.

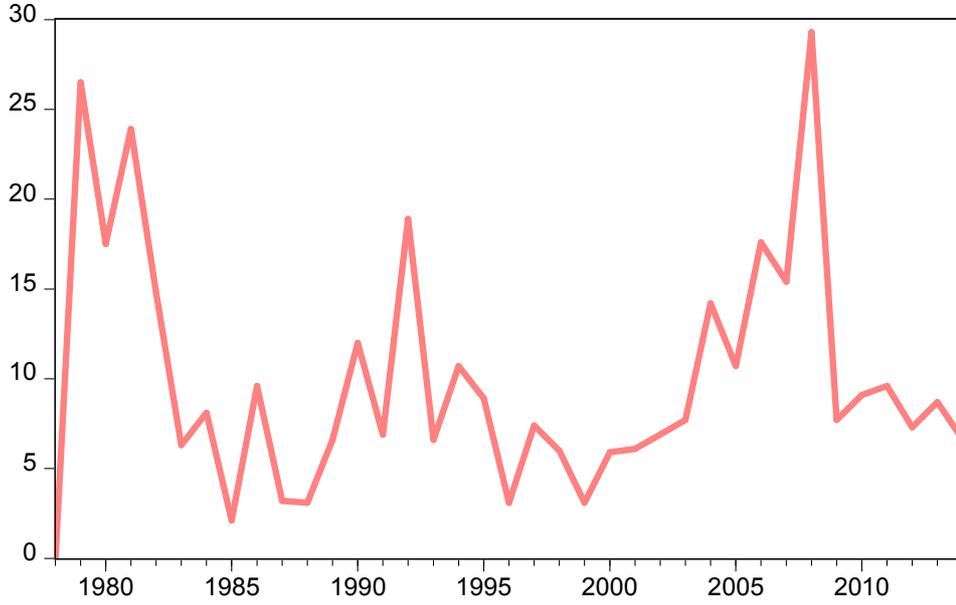
أما خلال الفترة ما بين (2014-2009)، فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من 15044.5 مليون دينار أردني، حتى وصل إلى 22365.9 مليون دينار أردني عام 2014، وبمعدل نمو مقداره (6.6%).

ويظهر الشكل (1-3) مسار نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأردن خلال فترة الدراسة (1978-2014)، حيث يظهر من خلال الشكل أنه كان هناك تذبذب واضح في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن، وأنه في الفترة الواقعة ما بين 1985 إلى 1990، كان هناك انخفاض ملموس على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ويعزى السبب في ذلك إلى حالة الركود الاقتصادي العالمي والإقليمي التي حصلت في تلك الفترة، بالإضافة إلى تداعيات حرب الخليج الثانية على الاقتصاد الأردني.

الشكل (1-3)

مسار نمو الناتج المحلي الإجمالي

G



المصدر: ن إعداد الباحثة بناءً على الجدول (1-3)

3.3 سوق رأس المال الأردني:

يتكون النظام المالي في المملكة الأردنية الهاشمية من البنك المركزي والبنوك المرخصة وشركات التأمين وشركات الوساطة المالية والخدمات المالية للبنوك وشركات الصرافة وشركات التمويل وشركات الإقراض المتخصصة بالإضافة إلى شركة بورصة عمان. ويتولى البنك المركزي مهمة الإشراف على البنوك فيما تتولى كل من هيئة تنظيم قطاع التأمين وهيئة الأوراق المالية مهمة الإشراف والرقابة على شركات التأمين وشركات الوساطة المالية على التوالي (تقرير الاستقرار المالي، 2012).

4.3 مؤسسات سوق رأس المال الأردني:

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك من خلال إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال الأردني واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقااص الإلكترونية وإزالة كافة عوائق الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات، حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم السوق واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية. ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي، حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان

المالي هي:

أولاً: هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission):

وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مباشرة وذلك تعزيزاً لاستقلالها ولكي تعمل بكفاءة وفعالية. وتهدف الهيئة إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس

المال، وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحياتهم بإعداد مشاريع القوانين والأنظمة ومنح التراخيص، والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز الإيداع والموافقة على الرسوم والعمولات التي تتقاضاها، واعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق وتقويم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها، ومنع إصدار أو تداول أي ورقة مالية في البورصة إذا وجد المجلس ذلك ضرورياً (الشواورة، 2008).

ثانياً : بورصة عمان (Amman Stock Exchange)

وهي مؤسسة خاصة تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة (الشديفات وعبدالجواد، 2006).

ثالثاً : مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center)

وهو عبارة عن مركز يقوم بتسجيل ونقل الأوراق المالية في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين وهو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة هذا العمل. ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وله بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود ونقل الأموال المنقولة وغير المنقولة. ويهدف المركز إلى الحفاظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة ولا يهدف المركز إلى الربح ولا يخضع لقانون الشركات ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية (أبو موسى، 2005).

5.3 نشأة سوق بورصة عمان:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينيات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الأسمت الأردنية عام 1951، كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العلن للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

وقد قام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation (IFC) التابعة للبنك الدولي (World Bank (WB بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976 والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية والذي باشر نشاطه في 1978/1/1 (الشديفات وعبدالجواد، 2006).

وقد تم تحديد أهداف السوق بما يلي (الشواورة، 2008):

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني.

2. الرقابة وتنظيم حركة تداول الأوراق المالية بما يضمن مصلحة الوطن والمواطن.

وبعد إنشاء سوق عمان المالي من الخطوات البارزة في مسيرة تطور القطاع المالي في الأردن، وذلك بهدف تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة، وتبرز أهميته بما يقدمه للشركات من مساعدة في تمويلها بما فيها الشركات حديثة التأسيس، كما يساعد على تنمية مدخرات الأفراد وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، ويقوم باستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وما يتبع ذلك أيضاً من تزويد الصناعات المحلية بالمعرفة والتكنولوجيا الخارجية (الرفاعي، 1999).

6.3 الأوراق المالية المتداولة في سوق بورصة عمان

يتم تداول مجموعة من الأوراق المالية تتمثل بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، وأدوات الدين العام المتمثلة بسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة، وحقوق الاكتتاب.

وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فإن تعريف الأوراق المالية يشمل ما يلي

(موقع بورصة عمان):

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

- إسناد خيار المساهمة.
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

7.3 تطور أداء بورصة عمان:

شهدت بورصة عمان منذ نشأتها تطوراً كبيراً على كافة الأصعدة، حيث تشير البيانات الإحصائية للبورصة إلى تطور مؤشراتنا خلال الفترة الماضية، فارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من 66 شركة عام 1978 إلى 236 شركة عام 2014، كما أن حجم التداول قد ارتفع من 5.62 مليون دينار أردني عام 1978 حتى وصل إلى 2263.4 مليون دينار أردني عام 2014، كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 2.9 مرة عام 1978 حتى وصل إلى 32.81 مرة عام 2014، وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من 585.6 نقطة عام 1978 إلى أن وصل إلى 4237.62 نقطة عام 2014، وذلك كما يظهر من الجدول (2-3):

جدول (2-3)

تطور مؤشرات بورصة عمان ومعدلات نموها خلال الفترة (1978-2014)

النمو في المؤشر العام لاسعار الاسهم (%)	المؤشر العام لاسعار الاسهم* (نقطة)	النمو في معدل دوران السهم (%)	معدل دوران السهم* (مرة)	النمو في حجم التداول (%)	حجم التداول (مليون دينار)	السنة
-	585.6	-	2.9	-	5.62	1978
16	679.3	9.03	5.52	181.8	15.84	1979
11.51	757.50	15.32	13.98	160.9	41.43	1980
58.65	1201.80	42.91	19.99	82.2	75.42	1981
15.04	1382.50	-15.80	16.83	70.1	128.29	1982
-24.62	1042.10	-13.98	14.48	10.2	141.43	1983
-22.10	811.80	-28.35	10.37	-58.05	59.32	1984
-3.18	786.00	-1.63	10.20	29.3	66.73	1985
-7.95	723.50	32.24	13.49	4.1	69.52	1986
10.15	796.90	97.15	26.60	113.1	148.18	1987
6.05	845.10	8.41	28.83	-10.5	132.63	1988
10.37	932.70	71.84	49.55	177.1	367.59	1989
-13.77	804.30	-32.50	33.44	-26.7	268.89	1990
24.33	1000.00	12.88	37.75	5.5	302.84	1991
29.90	1299.00	128.42	86.23	192.8	886.95	1992
22.02	1585.00	-40.72	51.12	9.2	968.61	1993
-9.40	1436.00	-49.35	25.89	-48.88	495.08	1994
10.84	1591.70	-18.97	20.98	-15.37	418.96	1995
-3.59	1534.60	-15.54	17.72	-40.66	248.58	1996
10.28	1692.40	0.45	17.80	24.90	355.24	1997
0.53	1701.30	4.35	18.57	30.71	464.37	1998
-1.63	1673.50	3.01	19.13	-16.12	389.48	1999
-20.50	1330.50	-41.20	11.25	-14.05	334.72	2000
29.82	1727.20	76.58	19.87	99.76	668.65	2001
-1.56	1700.20	33.27	26.48	42.11	950.27	2002
53.78	2614.50	85.45	49.10	95.22	1855.18	2003
62.39	4245.60	18.52	58.19	104.46	3793.25	2004
92.94	8191.50	61.65	94.07	349.76	16871.05	2005
-32.64	5518.10	7.51	101.14	-15.77	14209.87	2006
36.27	7519.30	-9.82	91.20	-13.10	12348.10	2007
-16.97	6243.10	0.38	91.55	64.59	20318.01	2008
-11.58	5520.10	-0.23	91.33	-52.43	9665.31	2009
-3.66	5318.00	11.87	102.18	-30.78	6689.99	2010
-12.59	4648.40	-43.07	58.17	-57.39	2850.25	2011
-1.17	4593.90	-41.75	33.89	-30.57	1978.81	2012
-5.60	4336.71	12.14	38.00	52.98	3027.26	2013
-2.28	4237.62	-13.65	32.81	-25.23	2263.40	2014

*تم اخذ البيانات من موقع بورصة عمان، معدلات النمو تم احتسابها من قبل الباحثة.

وتشير البيانات الظاهرة في الجدول (2-3) إلى أن مؤشرات بورصة عمان قد شهدت تذبذباً خلال فترة الدراسة، حيث شهدت ارتفاعاً وتحسناً في عدد من السنوات وشهدت انخفاضاً في سنوات أخرى، فمثلاً ارتفع حجم التداول من 5.62 مليون دينار أردني عام 1978 إلى أن وصل إلى 141.43 مليون دينار أردني عام 1983، كما ارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من 585.6 نقطة عام 1978 إلى أن وصل إلى 1042.1 نقطة عام 1983، في حين أن معدل دوران الأسهم قد ارتفع من 2.9 عام 1978 إلى أن وصل إلى 14.48 عام 1983، ويعزى هذا الارتفاع إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية في تلك الفترة نتيجة لازدهار أسعار النفط، الأمر الذي أسهم في زيادة حجم حركات العاملين من الخارج، إضافة إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى داخل الأردن، الأمر الذي زاد من نسبة الإنفاق الاستثماري في سوق بورصة عمان.

أما في عام 1984، فقد شهدت مؤشرات بورصة عمان انخفاضاً في قيمها، فقد بلغ حجم التداول 59.32 مليون دينار أردني عام 1984، وبلغ معدل دوران الأسهم %10.37، أما قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم فقد بلغت 811.8 نقطة في ذلك العام. وفي الأعوام اللاحقة بدأت هذه المؤشرات بالارتفاع التدريجي حتى أظهرت نمواً ملحوظاً في عام 1989، حيث بلغ حجم التداول 367.59 مليون دينار أردني وبمعدل نمو %177.1، في حين بلغ معدل الدوران 49.55 وبمعدل نمو %71.84، أما مؤشر أسعار الأسهم فقد وصل إلى 932.7 نقطة وبمعدل نمو %10.37، ويعزى هذا التحسن إلى انخفاض سعر صرف الدينار الأردني الذي أدى إلى انخفاض قيمة الأوراق المالية، مما أدى إلى زيادة الطلب عليها.

وتشير البيانات الظاهرة في الجدول (2-3) أن مؤشرات السوق قد شهدت تراجعاً عام 1990 ومن ثم ارتفاعاً كبيراً عام 1992، حيث بلغ حجم التداول 268.89 مليون دينار أردني عام 1990، ووصل

إلى 886.95 مليون دينار أردني عام 1992، في حين أن معدل الدوران ارتفع من 33.44 إلى 86.23 خلال تلك الفترة، وقد ارتفع مؤشر أسعار الأسهم من 804.3 نقطة إلى 1299 نقطة، ويعزى السبب في ذلك إلى عودة الأردنيين من الكويت نتيجة للحرب العراقية الكويتية، الأمر الذي أسهم في استثمار مدخراتهم في الاقتصاد الأردني.

كما شهد سوق بورصة عمان تذبذباً في أداءه في الأعوام اللاحقة، إلى أن حقق ارتفاعاً ملموساً عام 1998، فقد بلغ حجم التداول في ذلك العام 464.37 مليون دينار أردني، في حين بلغ معدل الدوران 18.57 في ذلك العام، ووصل المؤشر العام لأسعار الأسهم في تلك السنة إلى 1701.3 نقطة، ويعزى السبب إلى التحسينات الهيكلية والتنظيمية التي جرى القيام بها على سوق الأوراق المالية، فقد صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 الذي كان له الدور الأكبر في تفعيل وتحسين دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي.

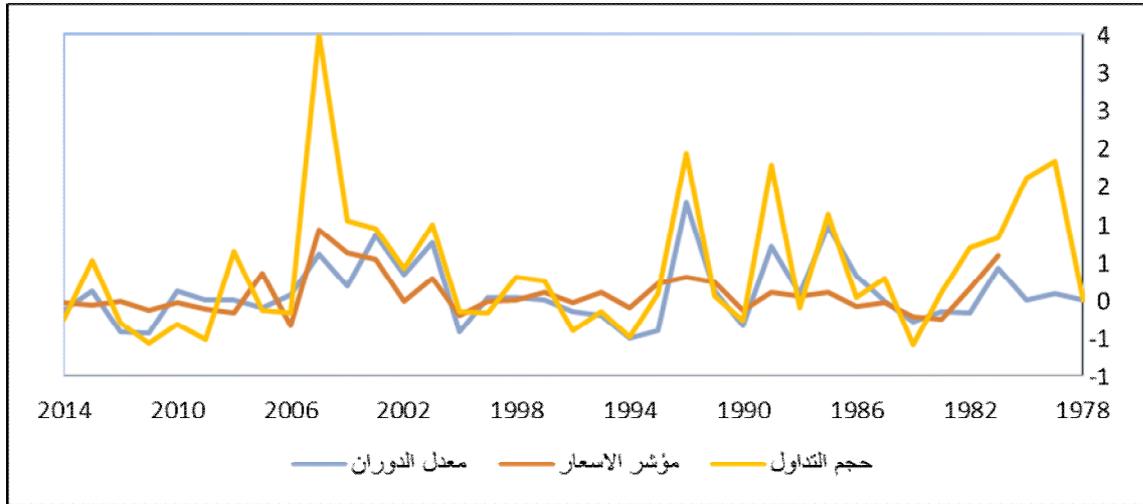
أما خلال فترة (2001-2005)، فقد كان هناك ارتفاع وتحسن ملموس على مؤشرات بورصة عمان، فقد ارتفع حجم التداول من 668.65 مليون دينار إلى 16871.05 مليون دينار أردني، وارتفع معدل دوران الأسهم من 19.87 إلى 94.07، كما أن المؤشر العام لأسعار الأسهم ارتفع من 1727.2 نقطة إلى 8191.5 نقطة. ويعزى ذلك إلى عدة عوامل، حيث قام الأردن بتفعيل عملية الخصخصة، فقد قام ببيع حصته في كل من شركة الخطوط البحرية الوطنية، وشركة تأجير وصيانة الآليات والمعدات، وشركة النقلات السياحية والشركة العامة للتعددين، وشركة الصيانة العامة، وشركة الملكية الأردنية للسياحة والسفر وغيرها من الشركات، كما أن لجوء العراقيين إلى الأردن في تلك الفترة نتيجة للأزمة العراقية، صاحبه زيادة في التدفقات النقدية الداخلة والتي أثرت إيجاباً على النشاط المالي في الأردن.

أما خلال الفترة (2006-2014)، فقد شهدت بورصة عمان تذبذباً في مؤشراتها، واستمرت بالانخفاض حتى عام 2014، فقد بلغ حجم التداول عام 2006 حوالي 14209.87 مليون دينار أردني، ووصل إلى 2263.4 مليون دينار أردني عام 2014، في حين أن معدل دوران الأسهم انخفض من 101.14 عام 2006، إلى أن وصل إلى 32.81 عام 2014، وبلغ مؤشر أسعار الأسهم 5518.1 نقطة عام 2006، ووصل إلى 4237.62 عام 2014.

ويظهر الشكل (2-3) مسار نمو مؤشرات بورصة عمان الثلاثة خلال فترة الدراسة، ويتبين من الشكل أن مؤشرات بورصة عمان اتخذت اتجاهات متشابهة من حيث الهبوط والإرتفاع.

الشكل (2-3)

مسار نمو مؤشرات بورصة عمان



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول (2-3)

يتبين من الشكل ان مسارات نمو مؤشرات السوق اتخذت منحاً متشابهاً مما يدل على وجود ترابط بين هذه المؤشرات.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة والتحليل القياسي

تم الاعتماد على طريقة تحليل السلاسل الزمنية من أجل تحليل العلاقة بين النمو الاقتصادي وأداء بورصة عمان، وسعياً إلى اختبار فرضية الدراسة. إذ يهدف هذا الفصل إلى توضيح المنهجية المتبعة في الدراسة، بدءاً باستعراض المتغيرات والنموذج القياسي المتبع، ومصادر جمع البيانات، وانتهاءً بإجراء التحليل القياسي من خلال اختبار سكون المتغيرات، واختبار طبيعة العلاقة بين تلك المتغيرات ومن ثم التحقق من صحة فرضية الدراسة.

1.4 منهجية الدراسة

لتحليل أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية (2014-1978)، فقد استخدمت هذه الدراسة منهجين هما: التحليل الوصفي والتحليل القياسي لإجراء هذا التحليل.

2.4 متغيرات الدراسة

تم اختيار متغيرات الدراسة اعتماداً على النظرية الاقتصادية والنماذج القياسية المستخدمة في الدراسات السابقة مثل دراسة Seetana et al (2010)، ودراسة عمر (2009)، وتمثلت تلك المتغيرات بما يلي:

▪ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP):

وهو مؤشر يستخدم لقياس مستوى النمو الاقتصادي، حيث يعرف البنك الدولي الناتج المحلي الإجمالي على أنه مجموع القيم المضافة المتحققة من طرف جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد، بالإضافة إلى أية ضرائب على المنتجات ناقص أية إعانات غير مشمولة بقيمة هذه المنتجات.

▪ الاستثمار المحلي (I):

ويمكن تعريفه بأنه توظيف أموال محلية للاستثمار بسوق محلي من شخص يحمل نفس جنسية البلد، سواء من قبل القطاع الخاص أو العام. وفي هذه الدراسة تم تمثيل هذا المتغير بإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت (Gross Fixed capital formation) حيث تم استخدامه كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

▪ الانفتاح التجاري (T):

وهو مؤشر يقيس مجموع الصادرات والمستوردات مقدرة بالمليون دينار أردني نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

▪ حجم التداول (VOT):

هو قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة البورصة بالأسعار الثابتة (مليون دينار أردني) خلال فترة معينة وهو من المؤشرات التي تعطي إشارات مهمة عن قوة البورصة وإحتمالات صعودها أو هبوطها. وفي هذه الدراسة تم أخذ نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي.

▪ معدل دوران الأسهم (TOR):

وهو عبارة عن عدد الأسهم المتداولة مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة خلال فترة معينة، وكلما زاد الإقبال على السهم وقابليته للتداول وبيعه كلما ارتفع معدل دوران الأسهم.

▪ الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SP):

هو الرقم الذي يقيس المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق النظامي لبورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

▪ الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (DC):

هو الرقم الذي يقيس القيمة الإجمالية للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص. وفي هذه الدراسة تم أخذ نسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

▪ الإستثمار الأجنبي المباشر (FDI):

صافي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الموجهة لامتلاك الأصول الانتاجية في الاقتصاد المحلي. وفي هذه الدراسة تم أخذ نسبة الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي.

3.4 نموذج الدراسة

تعتبر النماذج القياسية أحد المحاور الرئيسية في مختلف الدراسات الاقتصادية، حيث أنها تقوم بتقدير العلاقات الكمية بين المتغيرات الاقتصادية، الأمر الذي قد يساعد الحكومات على رسم السياسات واتخاذ القرارات الاقتصادية بناءً على النتائج الكمية. ويتناول هذا الجانب التحليل القياسي

الهدف إلى استقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن باستخدام أساليب

السلاسل الزمنية والاختبارات التشخيصية الملائمة وتشمل كل من:

- اختبار سكون السلاسل الزمنية (Stationary Test).

- اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test).

- اختبار الاستقرار (Stability Test).

واستنادا الى الدراسات السابقة مثل دراسة Seetana et al (2010)، ودراسة عمر (2009)،

والنظرية الاقتصادية فقد تم الاعتماد على ثلاثة نماذج قياسية، واحد لكل مؤشر من مؤشرات أداء

بورصة عمان، حيث اتخذت الصيغ التالية:

$$RGDP= F (DC, FDI, T, I, TOR).....(1)$$

$$RGDP= F (DC, FDI, T, I, VOT).....(2)$$

$$RGDP= F (DC, FDI, T, I, SP).....(3)$$

حيث تم أخذ المتغيرات بالصيغة اللوغاريتمية عدا الاستثمار الاجنبي المباشر لوجود قيم سالبة

في بياناته، وبذلك تكون النماذج المستخدمة شبه لوغاريتمية (semi-log) كالتالي:

$$LRGDP= \beta_0 + \beta_1LDC + \beta_2FDI + \beta_3LT + \beta_4LI + \beta_5L TOR + U_2... (1)$$

$$LRGDP= \delta_0 + \delta_1LDC + \delta_2FDI + \delta_3LT + \delta_4LI + \delta_5LVOT + U_3..... (2)$$

$$LRGDP= \alpha_0 + \alpha_1LDC + \alpha_2FDI + \alpha_3LT + \alpha_4LI + \alpha_5LSP + U_1... (3)$$

حيث :

L : تشير الى الصيغة اللوغارتمية.

U_i : الخطأ العشوائي.

RGDP: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

VOT: حجم التداول.

TOR: معدل دوران الأسهم.

SP: الرقم القياسي لأسعار الأسهم.

T: الانفتاح التجاري.

I: الاستثمار المحلي

DC: الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص.

FDI: الإستثمار الأجنبي المباشر.

4.4 مصادر البيانات:

تم الحصول على بيانات المتغيرات من قاعدة البيانات الموجودة على الموقع الالكتروني للبنك

المركزي الأردني، ومن قاعدة البيانات الموجودة على الموقع الالكتروني لبورصة عمان.

5.4 الاختبارات الأولية

بهدف استقصاء فرضية الدراسة، تم إجراء مجموعة من الاختبارات الأولية قبل تقدير نموذج الدراسة وذلك لاختيار الطريقة المناسبة لتقدير النماذج القياسية، وأهم هذه الاختبارات هي :

1.5.4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test):

في دراسة قام بها (Nelson & Plosser, 1982) تبين أنها أن معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية لا تكون ساكنة في المستوى ($I(0)$)، لذا فإن استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) غير مناسب، حيث يتم الحصول على قيم مرتفعة لكل من قيم (t , F) ولمعامل تحديد الانحدار (R^2). ولتجنب ظهور مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Regression) التي قد لا تعطي بعداً حقيقياً ولا تفسيراً اقتصادياً ذا معنى، فإنه يجب اختبار سكون السلاسل الزمنية أولاً، حيث يشار إلى السلسلة الزمنية Y_t بأنها ساكنة (stationary) عندما يكون :

$$1. \text{ وسطها الحسابي ثابت: } E(Y_t) = \text{constant}, \forall t$$

$$2. \text{ تباينها ثابت: } \text{Var}(Y_t) = \text{constant}, \forall t$$

$$3. \text{ تباينها المشترك يعتمد على فرق الزمن: } \text{Cov}(Y_t, Y_{t+k}) = \text{depends on } k \neq 0 \text{ أي أن}$$

كل من وسطها وتباينها يبقيان ثابتان مع مرور الزمن، في حين ان التباين المشترك لأي

قيمتين للمتغير Y فإنه يعتمد على فرق الزمن لهاتين القيمتين (Thomas, 1997).

وتم استخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)) واختبار فيليبس - بيرون (Phillips-Perron (PP)) اللذين يختبرا الفرضية العدمية المتضمنة وجود جذر الوحدة اي عدم سكون السلسلة الزمنية وذلك كما يلي:

أ- اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF):

يمكن إجراء اختبار ديكي-فولر وفقاً للمعادلة (1-4) بوجود الثابت (β_1) والاتجاه الزمني (t)

للمتغير (Y):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + U_t \dots\dots\dots (1-4)$$

وقد افترض في هذا النموذج عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ، ولكن في حالة وجود ارتباط ذاتي ففي هذه الحالة يصبح النموذج غير ملائماً ويجعل نتائج التقدير غير دقيقة. ويهدف التغلب على هذه الحالة فقد تم تطوير أو توسيع هذا النموذج بإضافة قيم متباطئة للسلسلة الزمنية قيد التحليل ليعرف فيما بعدها بـ (Augmented Dickey- Fuller Test)، وأصبح النموذج يأخذ الصيغة التالية:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots (2-4)$$

ويعتمد اختبار سكون السلسلة الزمنية على معنوية المعلمة (δ)، وذلك من خلال مقارنة (t) المحسوبة مع (τ) الجدولية (t-statistic)، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (بالقيم المطلقة) فهذا يعني أن السلسلة الزمنية ساكنة عند المستوى، وتكون هذه السلسلة الزمنية غير ساكنة إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية (بالقيم المطلقة)، وفي هذه الحالة يتطلب أخذ الفرق الأول.

ب- اختبار فيليبس-بيرون (Phillips-Perron):

إن اختبار فيليبس بيرون (PP) يعتمد في تقديره على معادلة مشابهة للمعادلة رقم (1-4) ولكن يختلف عن اختبار ADF في معالجة الارتباط التسلسلي من الدرجة الأعلى، حيث أنه يقوم باستخدام طرق إحصائية غير معلمية ليأخذ في الاعتبار الارتباط التسلسلي في حدود الخطأ بدون إضافة حدود الفرق المتباطئة.

2.5.4 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test):

من الضروري إيجاد العدد المناسب لفترات التباطؤ الزمني في نموذج الدراسة وذلك لإلغاء مشكلة الارتباط الذاتي (Serial Correlation) لحد الخطأ، لذلك تم استخدام العديد من المعايير مثل معيار Akaike Info Criterion (AIC)، Schwarz Info Criterion (SIC)، Hannan-Quinn، Final Prediction Error Criterion (FPE)، (HQ)، و Likelihood Ratio Test (LR) لإيجاد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني في النموذج.

3.5.4 اختبار كوزوم للاستقرارية (CUSUM and CUSUM of Squares Stability Tests):

بعد إجراء اختبار جذر الوحدة لمعرفة فيما إذا كانت متغيرات النموذج ساكنة مع الزمن، تدعو الحاجة لاستقصاء فيما إذا كانت هذه المتغيرات تظهر تغيراً هيكلياً في سلوكها عبر الزمن، ويعد اختبار كوزوم (CUSUM) للاستقرارية من أكثر الاختبارات شيوعاً في هذا المجال.

وتظهر نتائج هذا الاختبار في شكل منحنى لأخطاء نموذج مقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، ومجال ثقة بهدف اختبار الفرضية العدمية التي تنص على أن معاملات نموذج المربعات الصغرى الاعتيادية غير مستقرة. فإذا كان منحنى الأخطاء ضمن الحدود

الحرجة طوال فترة الدراسة، فإن الفرضية العدمية ترفض عند مستوى معنوية (5%)، وهذا يعني أن المعلمات مستقرة على طول فترة الدراسة، وبالتالي إمكانية تقدير معلمات ثابتة للنموذج على طول الفترة الزمنية للدراسة دون الحاجة إلى تجزئتها لفترات جزئية، أما إذا تم رفض الفرضية العدمية فإنه يستوجب تقسيم فترة الدراسة إلى فترات جزئية تكون فيها المعلمات مستقرة (Brown et al., 1975).

4.5.4 اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test):

توجد العديد من الاختبارات لتحديد وجود التكامل المشترك مثل اختبار (Engle & Granger, 1987) واختبار (Johansen & Juselius, 1990). ولكن إجراء هذه الاختبارات يتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة ولا يمكن إجرائها في حالة وجود متغيرات متكاملة بدرجات مختلفة.

5.5.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Tests):

قد تفقد بيانات السلاسل الزمنية للتغيرات الهيكلية، وذلك نتيجة للتغير الذي يحدث في سياسات الحكومة والأحداث الاجتماعية والموسمية الحرجة حيث أن استقرار النموذج يعتبر افتراض أساسي للتوقع والوصول إلى الاستدلالات الاقتصادية. إن استقرارية المعلمات تعد خطوة مهمة يجب اتباعها في كل بحث.

6.4 نتائج التحليل القياسي:

يمكن عرض نتائج الاختبارات السابقة كما يلي:

1.6.4 اختباري جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF) و (PP):

بهدف استقصاء سكون متغيرات الدراسة، تم اللجوء إلى اختبار جذر الوحدة ديكي - فولر

الموسع، حيث كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (1-4) التالي:

جدول (1-4)

نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)

القيمة الجدولية عند مستوى 1%	القيمة المحسوبة	المستوى	المتغير
-3.626784	-0.872756	عند المستوى	LRGDP
-3.632900	-4.323221	الفرق الأول	
-3.632900	-2.095425	عند المستوى	LDC
-3.646342	-4.273000	الفرق الأول	
-3.626784	-1.934599	عند المستوى	FDI
-3.632900	-6.187345	الفرق الأول	
-3.626784	-2.162777	عند المستوى	LI
-3.632900	-4.794628	الفرق الأول	
-3.626784	-1.722124	عند المستوى	LT
-3.632900	-4.317072	الفرق الأول	
-3.626784	-1.146644	عند المستوى	LSP
-3.632900	-5.284194	الفرق الأول	
-3.626784	-1.919297	عند المستوى	LTOR
-3.632900	-5.401864	الفرق الأول	
-3.626784	-2.492638	عند المستوى	LVOT
-3.632900	-4.857956	الفرق الأول	

جدول (2-4)

نتائج اختبار فيليبس-بيرون (PP)

المتغير	المستوى	القيمة المحسوبة	القيمة الجدولية عند مستوى 1%
LRGDP	عند المستوى	-0.737088	-3.626784
	الفرق الأول	-4.302593	-3.632900
LDC	عند المستوى	-3.432195	-3.626784
	الفرق الأول	-4.741831	-3.632900
FDI	عند المستوى	-2.013570	-3.626784
	الفرق الأول	-6.188507	-3.632900
LI	عند المستوى	-2.329370	-3.626784
	الفرق الأول	-4.794638	-3.632900
LT	عند المستوى	-1.958486	-3.626784
	الفرق الأول	-4.228791	-3.632900
LSP	عند المستوى	-1.176195	-3.626784
	الفرق الأول	-5.315623	-3.632900
LTOR	عند المستوى	-1.994087	-3.626784
	الفرق الأول	-5.403395	-3.632900
LVOT	عند المستوى	-2.560995	-3.626784
	الفرق الأول	-4.834451	-3.632900

تشير نتائج اختبار ديكي فولر الموسع الظاهرة في الجدول (1-4)، إلى أن جميع متغيرات

الدراسة غير ساكنة عند المستوى، في حين أنها ساكنة بعد أخذ الفرق الأول عند مستوى معنوية

1%، حيث أن قيم ديكي فولر المحسوبة لكل متغير بالقيمة المطلقة كانت أكبر من القيم الجدولية في قيمتها المطلقة.

كما أن نتائج اختبار فيليبس بيرون في الجدول (4-2) تدعم نتائج اختبار ديكي فولر الموسع، مما يزيد من مصداقية النتائج، حيث أظهر اختبار فيليبس بيرون أن المتغيرات لم تكن ساكنة عند المستوى، في حين أنها ساكنة عند الفرق الأول عند مستوى معنوية 1%.

2.6.4 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test):

بعد اجراء الاختبارات اللازمة لاختبار العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني تبين ان معظم الاختبارات تشير إلى أن عدد هذه الفترات هو أربعة، وذلك كما يظهر من الجداول (4-3)، و(4-4):

جدول (4-3)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ للنموذج {LRGDP, LDC, FDI, LI, LT, LTOR}

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-78.63794	NA	6.81e-06	5.129572	5.401664	5.221123
1	112.4063	301.0394	5.88e-10	-4.267049	-2.362403*	-3.326194
2	150.6466	46.35182	6.46e-10	-4.402822	-0.865622	-3.212662
3	185.2603	29.36920	1.41e-09	-4.318803	0.850950	-2.579339
4	298.6929	54.99765*	8.04e-11*	-9.011692*	-2.209385	-6.722923*

*: تشير إلى العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني

جدول (4-4)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ للنموذج {LRGDP, LDC, FDI, LI, LT, LVOT}

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-82.70467	NA	8.71e-06	5.376041	5.648133	5.467591
1	100.2861	288.349*	1.22e-09	-3.532491	-1.6278458*	-2.891636
2	140.6591	48.93690	1.18e-09	-3.797518	-0.260319	-2.607358
3	189.7769	41.67576	1.07e-09	-4.592541	0.577213	-2.853076
4	280.5887	44.02997	2.41e-10*	-7.914469*	-1.112162	-5.625700*

*: تشير إلى العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني

جدول (5-4)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ للنموذج {LRGDP, LDC, FDI, LI, LT, LSP}

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-45.88539	NA	9.35e-09	3.144569	3.416662	3.236120
1	144.2224	299.5638*	8.54e-11	-6.195295	-4.290649*	-5.554440
2	182.8135	46.77707	9.20e-11	-6.352331	-2.815131	-5.162171
3	226.6452	37.19060	1.15e-10	-6.826984	-1.657231	-5.087519
4	305.3946	38.1849	5.36e-11*	-9.417852*	-2.615545	-7.129083*

*: تشير إلى العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني

3.6.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test):

تقوم معادلة التكامل المشترك في هذه الدراسة على تقدير انحدار المتغيرات المستقلة (LDC, FDI, LT, LI, LSP, LVOT, LTOR) على المتغير التابع المتمثل بالنمو الاقتصادي (LRGDP).
وبما أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة في مستواها، وتصبح ساكنة بعد أخذ الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1)I، فهذا يدل على إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، أي بمعنى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات على المدى الطويل.

وبعد إجراء اختبار جوهانسون للتكامل المشترك كانت النتائج كما يلي:

اختبار جوهانسون للتكامل المشترك حسب اختبار (Trace test)

جدول (4-6)

نموذج {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LTOR}

عدد متجهات التكامل المشترك	Eigen value	Trace statistic	Critical value (5%)
None	0.772200	122.9568	95.75366
At most 1*	0.532487	71.18183	69.81889

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

ففيما يتعلق بالنموذج القياسي الأول تشير نتائج اختبار (Trace) إلى وجود متجهين للتكامل المشترك، حيث أن القيمة المحسوبة لهذا الاختبار أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5%.

أما فيما يتعلق بالنموذج القياسي الثاني، فتشير النتائج المبينة في الجدول (7-4) إلى وجود متجهين للتكامل المشترك باستخدام اختبار (Trace).

جدول (7-4)

نموذج {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LVOT}

عدد متجهات التكامل المشترك	Eigen value	Trace statistic	Critical value (5%)
None	0.763831	127.2986	95.75366
At most 1*	0.669436	76.78642	69.81889

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

أما فيما يتعلق بالنموذج الثالث، فتشير النتائج المبينة في الجدول (8-4) إلى وجود متجه تكامل مشترك باستخدام اختبار (Trace).

جدول (8-4)

نموذج {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LSP}

عدد متجهات التكامل المشترك	Eigen value	Trace statistic	Critical value (5%)
None	0.753922	118.5967	95.75366

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

تشير نتائج اختبار (Trace) إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات النماذج الثلاثة، حيث أن القيم المحسوبة أعلى من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5%.

وبما أن جميع المتغيرات كانت غير ساكنة عند المستوى، وأصبحت ساكنة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، كما أن نتائج اختبار التكامل المشترك أظهرت وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، فهذا قد يدل على وجود علاقة علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي أن متغيرات الدراسة لا تتعد عن بعضها البعض كثيراً في المدى الطويل. ولذلك فإن طريقة المربعات الصغرى الديناميكية أو المتحركة الاعتيادية Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) تعتبر إحدى الطرق المناسبة لتقدير النماذج الثلاثة. وعند إجراء التقدير بهذه الطريقة كانت النتائج كما يلي:

4.6.4 تقدير المرونات في المدى الطويل باستخدام طريقة (DOLS) :

وبعد استخدام طريقة المربعات الصغرى المتحركة أو الديناميكية (Dynamic ordinary least square (DOLS))، وذلك لتقدير المرونات في المدى الطويل للنماذج الثلاث والمتمثلة بمؤشرات بورصة عمان (حجم التداول (VOT)، وحجم الدوران (TOR)، والمؤشر العام لأسعار الأسهم (SP)) وأثرها على النمو الاقتصادي كانت النتائج كما هي مبينة في الجداول (4-9) و(4-10) و(4-11).
ففيما يتعلق بتأثير معدل دوران الأسهم على النمو الاقتصادي في الأردن، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (4-9) التالي:

جدول (9-4)

نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل للنموذج

{LRGDP, LDC, LT, LI, LTOR}

Dependent variable: LRGDP

Method: DOLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Intercept	- 46.18953	0.965935	-47.81845	0.0133
LDC	16.81623	0.293602	57.27552	0.0111
FDI	0.147788	0.001750	84.45916	0.0075
LT	-2.653745	0.061528	-43.13094	0.0148
LI	3.357431	0.044626	-75.23554	0.0085
LTOR	-4.588763	0.098180	-46.73816	0.0136
R-squared	0.999993	Mean dependent var.	8.398512	
Adjusted R-squared	0.999796	S.D. dependent var.	0.793856	
S.E. of regression	0.011345	Sum squared resid.	0.000129	
Long-run variance	2.66e-05			

يبين الجدول (9-4) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة في المدى الطويل عندما يكون المتغير

التابع LRGDP، وذلك باستخدام طريقة (DOLS)، ومن خلال الجدول يمكن كتابة العلاقة التوازنية

بين متغيرات الدراسة في المدى الطويل كما يلي:

$$\text{LRGDP} = - 46.18953 + 16.81623\text{LDC} + 0.147788\text{FDI} - 2.653745\text{LT} + 3.357431\text{LI} - 4.588763\text{LTR} \dots\dots\dots (1)$$

وكما هو موضح في الجدول (4-9)، فإن قيمة معامل تحديد الإنحدار كانت تساوي (99). وهي نسبة مرتفعة جداً، وهذا يعني بأن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 99% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثل بالنمو الاقتصادي، وكما يلاحظ في نتائج هذا النموذج أن معاملات كل من الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (DC)، والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، والاستثمار المحلي (I)، كانت مقبولة احصائياً على مستوى أقل من 5%، وتؤثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي، في حين أن مؤشر الانفتاح التجاري (T) كان مقبول احصائياً على مستوى أقل من 5% إلا أنه يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي، كما أن معامل مؤشر بورصة عمان المتمثل بمعدل الدوران كان أثره سلبياً على النمو الاقتصادي ومقبول احصائياً على مستوى أقل من 5%.

وبما أن النموذج اعتمد على الصيغة شبه اللوغاريتمية للمتغيرات (Semi-log)، فإن المعاملات المقدرة (عدا معامل الاستثمار الأجنبي المباشر) تمثل المرونات طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. فقد أظهرت النتائج أن مرونة المتغير التابع (T) والذي يمثل الانفتاح التجاري كانت سالبة وبالتالي فإن زيادة الانفتاح التجاري بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض ما نسبته 2.6% في النمو الاقتصادي، وقد يعزى السبب إلى ضعف القاعدة الصناعية الأردنية وعدم قدرتها على منافسة المنتجات الأجنبية، مما فاقم من الضغط على ميزان المدفوعات ومن ثم تراجع النمو الاقتصادي، كما أن مرونة المتغير التابع (TOR) والذي يمثل معدل دوران الأسهم كانت سالبة وبالتالي فإن زيادة الاستثمار المحلي بمقدار 1% تؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي بمقدار 4.5%، وهذا ما يتوافق مع دراسة (المولى، 2011) والتي حاولت استقصاء أثر مؤشرات السيولة

على النمو الاقتصادي في عدد من الدول العربية، حيث أظهرت الدراسة إلى أن إشارة العلاقة كانت سالبة لعدد من الدول أمثال بيروت ومسقط وقد يعزى السبب في ذلك إلى عدم اتّسام الأسواق المالية في الدول العربية بالكفاءة وصغر حجم تلك الأسواق، مما يضعف من دورها في تعزيز النمو الاقتصادي.

كما أظهرت نتائج الدراسة إلى أن مرونة الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (DC) كانت موجبة، حيث أن الارتفاع في نسبة الائتمان بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمقدار 16.8%، وأن مرونة الاستثمار المحلي (I) كانت موجبة وبالتالي فإن ارتفاع الاستثمار المحلي بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمقدار 3.35%، كما أظهرت النتائج أن مرونة الاستثمار الأجنبي المباشر كانت موجبة، حيث ان ارتفاع نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمقدار 0.14%.

أما فيما يتعلق بتأثير حجم التداول في بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن، فقد كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (4-10) التالي:

جدول (10-4)

نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل للنموذج

{LRGDP, LDC, LT, LI, LVOT}

Dependent variable: LRGDP

Method: DOLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Intercept	-10.76702	3.561596	-3.023089	0.0193
LDC	2.188510	0.775505	2.822045	0.0257
FDI	0.104603	0.016990	6.156822	0.0005
LT	3.051725	0.679729	4.489619	0.0028
LI	-0.739806	0.660540	-1.120001	0.2997
LVOT	-0.521252	0.114101	-4.568341	0.0026
R-squared	0.992230	Mean dependent var.	8.445569	
Adjusted R-squared	0.964482	S.D. dependent var.	0.826793	
S.E. of regression	0.155820	Sum squared resid.	0.169958	
Long-run variance	0.012879			

يبين الجدول (10-4) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة والمقطع في المدى الطويل باعتبار

أن LRGDP هو المتغير التابع، ومن خلال الجدول يمكن كتابة العلاقة التوازنية بين متغيرات

الدراسة في المدى الطويل كما يلي:

$$\text{LRGDP} = -10.76702 + 2.188510\text{LDC} + 0.104603\text{FDI} + 3.051725\text{LT} - 0.739806\text{LI} - 0.521252\text{LVOT} \dots \dots \dots (2)$$

وكما هو موضح في الجدول (4-10)، فإن قيمة معامل تحديد الانحدار كانت تساوي (0.99)، هذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 99% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وكما يلاحظ في هذا النموذج أن معاملات كل من الائتمان المحلي (DC)، والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، والانفتاح التجاري (T)، كانت ذات أثر ايجابي و مقبولة احصائيا على مستوى 5% فاقل، وأن معامل حجم التداول كان أثره سلبيا على النمو الاقتصادي ومقبول احصائيا على مستوى أقل من 5%، في حين أن معامل الاستثمار المحلي كان أثره سلبيا على النمو الاقتصادي لكنه غير مقبول احصائيا.

وبما أن نموذج الدراسة اعتمد على الصيغة شبه اللوغارتمية (Semi-log) للمتغيرات المستخدمة فيه، فإن المعاملات المقدرة (عدا معامل الاستثمار الأجنبي) تمثل المرونات طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث أظهرت النتائج أن مرونة الائتمان المحلي (DC) موجبة، حيث أن زيادة الائتمان المحلي بمقدار 1% تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بنسبة 2.18%. كما أن مرونة الانفتاح التجاري كانت موجبة، فارتفاع نسبة الانفتاح التجاري (T) بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمعدل 3.05%، كما أن النتائج أظهرت بأن تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) كان موجبا، حيث أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمقدار 0.104%، كما أن نتائج هذا النموذج أظهرت أن مؤشر بورصة عمان المتمثل بحجم التداول كانت مرونته سالبة، أي أن ارتفاع حجم التداول بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي بمعدل 0.52%، وهذا أيضا يتفق مع دراسة (المولى، 2011) والتي حاولت استقصاء أثر مؤشرات السيولة على النمو الاقتصادي في عدد من الدول العربية، حيث

أظهرت نتائج الدراسة إلى أن إشارة العلاقة كانت سالبة لعدد من الدول، وقد يعزى السبب في ذلك إلى عدم اتّسام الأسواق المالية في الدول العربية بالكفاءة وصغر حجم تلك الأسواق، مما يضعف من دورها في تعزيز النمو الاقتصادي .

أما فيما يتعلق بتقدير النموذج القياسي الذي يبين تأثير مؤشر أسعار الأسهم على النمو الاقتصادي، فقد كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (11-4) التالي:

جدول (11-4)

نتائج تقدير المرونة للمدى الطويل للنموذج

{LRGDP, LDC, LT, LI, LSP}

Dependent variable: LRGDP

Method: DOLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Intercept	-1.264922	3.837339	-0.329635	0.7469
LDC	0.396271	0.997595	0.397226	0.6976
FDI	-0.094836	0.024965	-3.798735	0.0022
LT	0.113421	0.906877	0.125068	0.9024
LI	0.976788	0.748939	-1.296218	0.2174
LSP	1.477555	0.238183	6.203454	0.000
R-squared	0.987604	Mean dependent var.	8.402017	
Adjusted R-squared	0.968534	S.D. dependent var.	0.852856	
S.E. of regression	0.151286	Sum squared resid.	0.297538	
Long-run variance	0.046677			

يبين الجدول (4-11) المعاملات المقدرة للمتغيرات التابعة والمقطع في المدى الطويل باعتبار أن LRGDP هو المتغير التابع، ومن خلال الجدول يمكن كتابة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في المدى الطويل كما يلي:

$$\text{LRGDP} = -1.264922 + 0.396271\text{LDC} - 0.094836\text{FDI} + 0.113421\text{LT} - 0.976788\text{LI} + 1.477555\text{LSP} \dots (3)$$

وكما هو موضح في الجدول (4-11)، فإن قيمة معامل تحديد الانحدار كانت تساوي (0.98)، هذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 98% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وكما يلاحظ في هذا النموذج أن معاملات كل من الائتمان المحلي (DC)، والاستثمار المحلي (I)، والانفتاح التجاري (T)، كانت غير مقبولة احصائياً، في حين أن معاملات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والرقم القياسي لأسعار الأسهم (SP)، كانت مقبولة احصائياً على مستوى أقل من 5%.

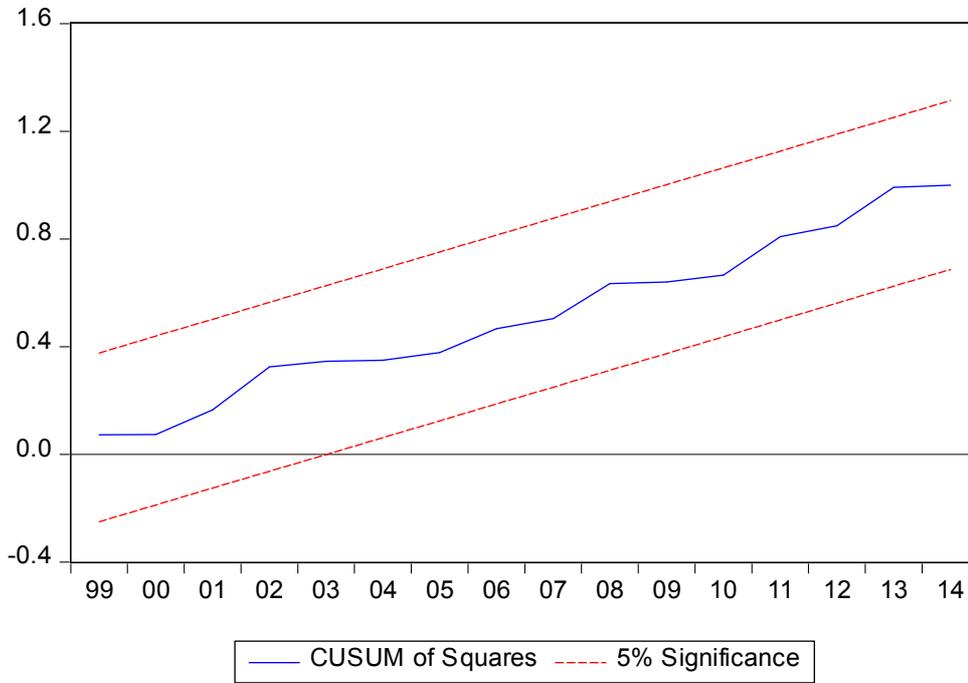
وبما أن نموذج الدراسة اعتمد على الصيغة شبه اللوغارتمي (Semi-log) للمتغيرات المستخدمة فيه، فإن المعاملات المقدرة (عدا معامل الاستثمار الأجنبي) تمثل المرونات طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أظهرت النتائج أن تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) كان سالباً، حيث أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة 0.09%، كما أن نتائج هذا النموذج أظهرت أن مؤشر بورصة عمان المتمثل بالرقم القياسي لأسعار الأسهم كانت مرونته موجبة، أي أن ارتفاعه بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع النمو الاقتصادي بمعدل 1.47%.

5.6.4 اختبار كوزوم للاستقرارية (CUSUM of Squares Stability Tests)

بعد إجراء اختبار (CUSUM of Squares) للاستقرارية لنماذج الدراسة، حيث يُدّن من الاشكال (1-4)، و(2-4)، و(3-4) أن منحنى الأخطاء يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وعليه فإنّه لا يوجد حاجة لتقسيم الفترة الزمنية (1978-2014) إلى فترات جزئية، وبالتالي يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية واحدة.

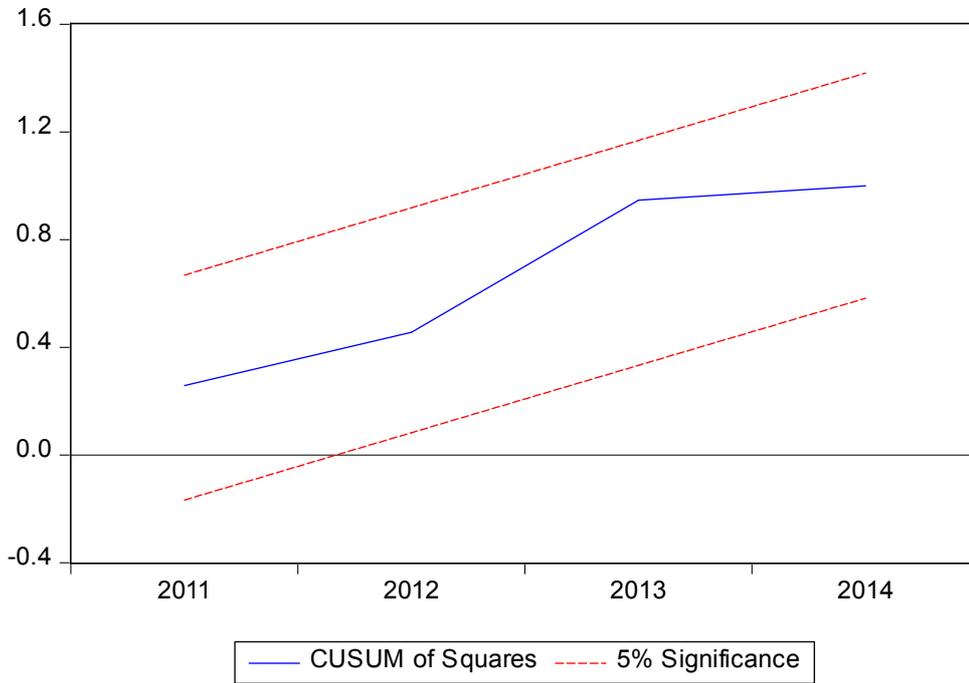
الشكل (1-4)

CUSUM of squares test {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LTOR}



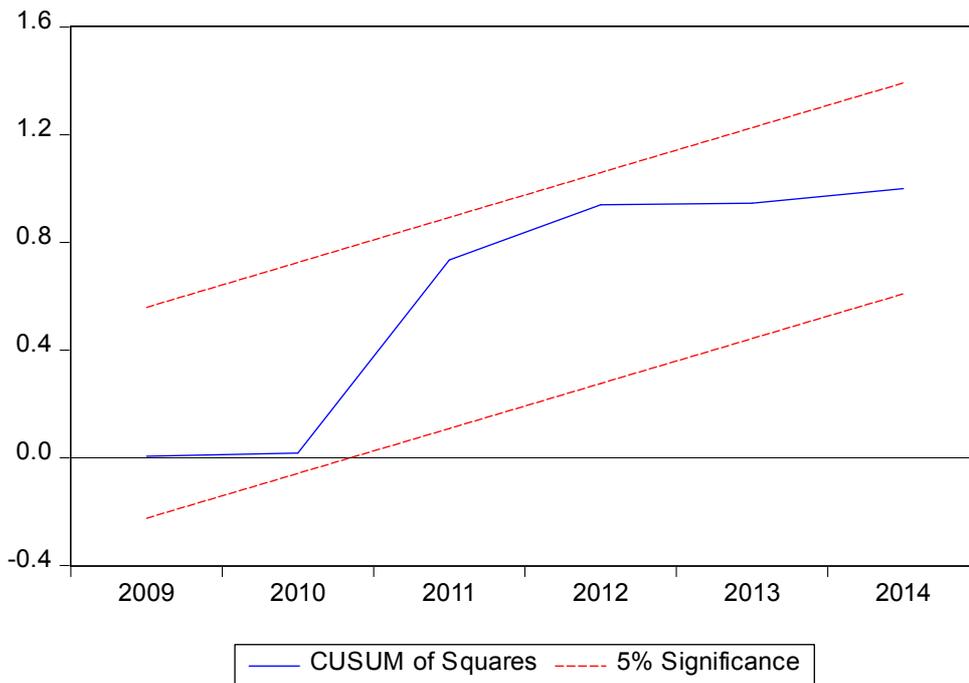
الشكل (2-4)

CUSUM of squares test {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LVOT}



الشكل (3-4)

CUSUM of squares test {LRGDP, LDC, FDI, LT, LI, LSP}



6.6.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Tests):

وللتأكد من كفاءة النموذج المستخدم في التحليل وخلوه من المشاكل القياسية، تم اجراء

الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests) المبينة في الجدول (12-4) كالآتي:

جدول (12-4)

نتائج الاختبارات التشخيصية للنماذج الثلاثة

Equation	Test	Test Statistic	Prob.
LRGDP= F(LDC, FDI, LT, LI, LTOR)	Serial Correlation test	F-cal =3.981323	Prob.F(2,2)= .2007
	Heteroscedasticity test	F-cal =0.967876	Prob.F(28,4)= .5924
LRGDP= F(LDC, FDI, LT, LI, LVOT)	Serial Correlation test	F-cal =3.599087	Prob.F(2,2)= .2174
	Heteroscedasticity test	F-cal =2.543053	Prob.F(28,4)=.1883
LRGDP= F(LDC, FDI, LT, LI, LSP)	Serial Correlation test	F-cal =3.186155	Prob.F(2,4)= .1487
	Heteroscedasticity test	F-cal =0.921509	Prob.F(26,6)= .6030

تظهر النتائج في الجدول (12-4) الى خلو النموذج من مشكلة الارتباط المتسلسل بين الاخطاء العشوائية حيث ان احتمالية (F-statistic) اكبر من 5% وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط متسلسل بين الاخطاء العشوائية. كما ان احتمالية (F-statistic) لاختبار ثبات تباين حد الخطأ اكبر من 5%، وعليه يمكن قبول الفرضية الصفرية بثبات تباين حد الخطأ.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

1.5 النتائج:

بناء على نتائج التحليل القياسي للنماذج القياسية الثلاثة التي هدفت إلى استقصاء أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن، تم التوصل إلى ما يلي:

1. أظهرت الدراسة من خلال اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، أن جميع متغيرات الدراسة ساكنة عند الفرق الأول من خلال اختباري ديكي- فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP).

2. أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك للمتغيرات قيد الدراسة وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن متغيرات الدراسة لا تبتعد عن بعضها البعض كثيراً في المدى الطويل ، وقد استخدمت هذه الدراسة اختبار جوهانسون للتكامل المشترك.

3. أظهرت نتائج التقدير بطريقة (DOLS) أن معامل معدل دوران الأسهم يؤثر سلبياً على النمو الاقتصادي، حيث أن زيادة معدل الدوران بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة (4.5%) وأن هذا التأثير مقبول احصائياً على مستوى أقل من (5%).

4. أظهرت نتائج التقدير بطريقة (DOLS) أن حجم التداول يؤثر سلبياً على النمو الاقتصادي في الأردن، حيث أن زيادة حجم التداول بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة (0.52%) وأن هذا التأثير مقبول احصائياً على مستوى أقل من (5%).

5. أظهرت نتائج التقدير بطريقة (DOLS) أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي في الأردن، حيث أن زيادة مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بنسبة (1.47%) وأن هذا التأثير مقبول احصائياً على مستوى أقل من (5%).

2.5 التوصيات:

في ظل النتائج التطبيقية ومن أجل تعزيز دور بورصة عمان في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الأردن، توصي الدراسة بما يلي:

1. زيادة كفاءة بورصة عمان حتى تحقق ما هو مرجو منها في زيادة النمو الاقتصادي طويل الأمد، لما لهذه الكفاءة أهمية في حشد وتوجيه المدخرات إلى مجالات الاستثمار المختلفة.
2. تحفيز دور هيئة الأوراق المالية في نشر الوعي حول آليات عمل بورصة عمان واستثمار المدخرات، وذلك لتفعيل العملية الاقتصادية والإرتقاء بأداء الاقتصاد.
3. خلق آليات تضمن رقابة السوق على الشركات، وإلزامها بنشر المعلومات والبيانات عنها بصورة أكثر وضوح وشفافية، وذلك كي تستطيع الأسواق المالية تأدية دورها في تعبئة مدخرات صغار المستثمرين.
4. تحفيز الاستثمارات الأجنبية المباشرة في البورصة، وذلك يتحقق بخفض معدلات الضرائب على تلك الاستثمارات.

المراجع العربية والأجنبية

المراجع العربية:

- أبو موسى، رسمية. 2005م. الأسواق المالية والنقدية. دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- اسبر، هدى. 2009م. دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، مجلد (31)، عدد(1).
- الإمام، أحمد فهمي. 1979م. أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية. اتحاد المعارف العربية، بيروت، لبنان.
- المولى، إيمان عبد المطلب. 2011م. مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العراق، المجلد7، العدد23.
- الرفاعي، محمود فلاح. 1999. أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1978-1997). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
- السواعي، خالد محمد. 2006م. التجارة والتنمية. دار المناهج، عمان.
- الشديفات، علي إبراهيم وعبد الجواد، محمد عوض. 2006م. الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية. دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- الشواورة، فيصل محمود. 2008م، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛ الأسس النظرية والعملية. دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- حمدي، حسن. 2006م. دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال. دار الكتاب العربي، سوريا، دمشق.
- خشيب، جلال. 2014م. النمو الاقتصادي: مفاهيم ونظريات. شبكة الألوكة، www.alulkah.net
- شندي، قاسم. 2013م. الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد، العراق، ص ص 154-172.
- شيحة، مصطفى رشدي. عوض الله، زينب حسن. 1993م. الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية. الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة.
- عمر، دينا. 2009م. أثر الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي. مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد (96)، ص ص 17-55.
- كافي، أحمد فهمي. 2009م. بورصة الأوراق المالية. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، دمشق.
- محياوي، سميحة. 2015م. دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية: دراسة حالة بعض الدول العربية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

- مشعل، أحمد. مشعل، زكية. 2012م. القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي: بيئة إضافية. مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 39، العدد 1 ص 81-96.

- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية وأعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الشهرية.

<https://www.cbj.gov.jo>

- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي 2012.

<https://www.cbj.gov.jo> -

- الموقع الإلكتروني لبورصة عمان.

<https://www.ase.com.jo>

- Abdul-Khaliq , Shatha. 2013. **"The Impact Of Stock Market Liquidity on Economic Growth In Jordan"**. European Journal of Business and Management, Vol.5, No.30, PP 154-158.
- Al-khatib Hazem and Al-saffar Hassan . 2013. **"Financial Development and Economic Growth in Jordan (2001-2012)"**. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol.5, No.6, pp 176-189.
- Boubakari, A. and Jin, D. 2010. **The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from some Euronext countries**. International Journal of Financial Research, Vol.1, No.1, PP 14-20.
- Brown, R. L, Durbin, J. & Evans, J. M., (1975), **Technique for Testing the Constancy of Regression Relationships Over Time**, Journal of the Royal Statistical Society, Vol.37, No.2, pp 149-163.
- Engle, R, & Granger, C, (1987), **Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods**, Econometrica, Vol. 22, PP 117-129.
- Johansen, S, & Juselius, k, (1990), **Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 52, No. 2, pp 169-210.
- Thomas, R. L, **Modern Econometrics: An introduction**, (1st ed.), England: Addison Wesley Longman,1997.
- Levine, R. and Beck, T. 2004. **"Stock Market ,Banks, and Growth: Panel Evidence "**. Journal of Banking and finance, Vol.28, PP 423-442.
- Matadeen,J. Seetanah,B. 2015. **"Stock market development and Economic Growth: Evidence from Mauritius**. proceedings of Astralian conference on Business and social sciences , Sydney (in partnership with the journal of developing areas), ISBN 978-0-9925622-1-2.

- Nelson, C. R.& Plosser, C. I. 1982, "**Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications**". Journal of Monetary Economics, Vol (10), P: 139-162.
- Nowbusting, B. 2009. "**Stock market development and Economic growth: The case of Mauritius**". international Business and Economic Research Journal, Vol.8, No.2, pp 77-88.
- Osuala, A.E. Okereke, J.E. and Nwansi, G.U. 2013. "**Does Stock market development promote Economic Growth in Emerging Markets ? : A causality Evidence from Nigeria**". World Review of Business Research, Vol.3, No.4, pp1-13.
- - Shapiro, E. *Macroeconomic Analysis*. Thomson Learning. UK, 1995, p 429.
- Seetanah, B. Sawkut, R. Sannasee, V. and Seetanah BI. 2010. *Stock Market Development and Economic Growth in Developing Countries: Evidence from panel VAR framework*. CSAE conference 2010 Economic Development in Africa. Center for the study of African economies oxford Dep. of economies.
- Solow, R. M. *Growth Theory Second Edition Oxford Edition*, Oxford University Press, New York, 2000.
- Todaro, Michael. *Economic Development in Third world*, Fourth Edition, Longman, New York, USA, 1989, P115.
- Zervos, S. and Levine, R. 1996. *Stock Market Development And Long_run Growth*. The world bank economic review, Vol.10, No.2, p323-339.

Abstract

Al-Omari, Rawan Rashad. The Impact of the Performance of Amman Stock Exchange on Economic Growth in Jordan: Econometric study (1978-2014). Master Thesis, Department of Economics, Yarmouk University, 2017.

Supervision: Prof. Ahmad Ibrahim Malawi.

This study aims to investigate the impact of the performance of Amman Stock Market on economic growth in Jordan during the period (1978-2014). Several diagnostic tests have been utilized such as Augmented Dickey-Fuller (ADF) and Philips-Peron (PP) tests for stationarity. The results show that the variables are not stationary at their levels whereas their first differences are stationary. CUSUM of squares test was used for checking the stability of the model parameters, and the Johanson test was used for cointegration. The dynamic least squares (DOLS) was used for the regression.

In general the results show that the turnover ratio and the volume of trade have negative impact on economic growth, whereas the stock price index has a positive impact on economic growth.

Based on the obtained results, the study recommends promoting the efficiency of stock markets in Jordan to play a role in increasing economic growth rates, and encourage foreign direct investments by reducing taxes on these investments. Also the study recommends creating strategies that enable stock markets to control corporation.

Keywords: Economic growth, Turnover ratio, Volume of trade, Stock price index, DOLS.