

أثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة

(١٩٧٨-٢٠٠٦)

إعداد  
هنادي عبد الرفاعي

المشرف  
الأستاذ الدكتور بشير خليفة الزعبي

المشرف المشارك  
الدكتور نضال احمد الفيومي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراة في  
اقتصاد الأعمال

كلية الدراسات العليا  
الجامعة الأردنية

تعتمد كلية الدراسات العليا  
هذه النسخة من الرسالة  
التوقيع... التاريخ ١١/١٩/٢٠٠٩

تشرين ثاني، ٢٠٠٩

### قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة "أثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة (1978-2006) \* وأجيزت بتاريخ 28/10/2009م.

#### أعضاء لجنة المناقشة

#### التوقيع



الدكتور بشير خليفة الزعبي، مشرفاً  
أستاذ، إقتصاد إداري



الدكتور نضال احمد الفيومي، مشرف مشارك  
أستاذ مشارك، إدارة مالية



الدكتور وديع شرايحة، عضواً  
أستاذ، تنمية إقتصادية



الدكتور طالب عوض، عضواً  
أستاذ مشارك، إقتصاد دولي وقياسي



الدكتور عبد خرابشة، عضواً  
أستاذ دكتور، نظرية جزئية  
(الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية)

تعتمد كلية الدراسات العليا  
هذه النسخة من الرسالة  
التوقيع: التاريخ: ١١/١٠/٠٩

## الإهداء

إلى من حملتني وهنا على وهن وتحملت عناء تربيته  
إلى من نورت دربي بالدعوات .....أمي

إلى من بالعهد وفي الواجب أدى وأخذ بيدي إلى طريق النور  
والهدى.....أبي

إلى ملهمي وسندي في الحياة  
إلى رفيق دربي و صدى الروح زوجي.....إياد

إلى زهور العمر محملة بعطر الأمل  
إلى أبنائي..... غيث واوس وفارس

إلى أخوتي كايد ورائد ونادر ورأفت وموسى  
أهدي ثمرة جهدي.....وفاء وعرفاناً

## شكر وتقدير

بعد حمد الله سبحانه و تعالى وشكره الذي وفقني لإنجاز هذه الدراسة، فإنني أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى أساتذتي الكرام الدكتور الفاضل بشير الزعبي والدكتور الفاضل نضال الفيومي لما أبدوه لي من تعاون وما قدموه من إرشاد وتوجيه وإشراف حتى خرج هذا العمل المتواضع إلى حيز الوجود. ولا يفوتني أن أتقدم بوافر التقدير و الامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة أساتذتي الكرام الدكتور وديع شرايحه والدكتور طالب عوض والدكتور عبد خرابشه لما تحملوه من جهد وعناء في قراءة وتقييم الرسالة، كما واشكر زميلتي في الدراسة الدكتورة شذى يوسف . كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان لكل من ساهم وكان له دورا في إخراج هذا العمل المتواضع إلى حيز الوجود.



## فهرس المحتويات

ب.....	قرار لجنة المناقشة.....
ج.....	الإهداء.....
د.....	شكر وتقدير.....
ه.....	فهرس المحتويات.....
ز.....	قائمة الجداول.....
ي.....	قائمة الأشكال.....
ك.....	قائمة الملاحق.....
١.....	الفصل الاول ; الإطار العام للدراسة.....
١.....	المقدمة.....
٣.....	مشكلة الدراسة.....
٤.....	أسئلة الدراسة.....
٥.....	فرضيات الدراسة.....
٥.....	أهمية الدراسة.....
٦.....	منهجية الدراسة.....
٩.....	الفصل الثاني : التضخم في الأردن.....
٩.....	مقدمة.....
١٠.....	مفهوم التضخم.....
١١.....	أنواع التضخم.....
١٤.....	تفسير التضخم في الفكر الاقتصادي.....
١٨.....	الآثار الاقتصادية للتضخم.....
٢١.....	طرق قياس التضخم.....
٢٢.....	تحليل التضخم في الأردن.....

٣١.....	الفصل الثالث : القطاع المالي في الأردن
٣١.....	تطور القطاع المالي
٣٣.....	مكونات القطاع المالي والمصرفي في الأردن
٥٨.....	الدور الاقتصادي للجهاز المصرفي الأردني
٦٢.....	سوق رأس المال في الأردن
٧٦.....	التحديات التي تواجه القطاع المالي الأردني
٧٩.....	الفصل الرابع : العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي
٧٩.....	مقدمة
٨٠.....	قنوات انتقال أثر التضخم إلى القطاع المالي
٨٤.....	الإطار التجريبي للعلاقة بين التضخم والقطاع المالي
٩٥.....	الفصل الخامس : التحليل القياسي وتحليل النتائج
٩٥.....	نموذج الانحدار الذاتي المتجه
١٠٣.....	النموذج القياسي والمتغيرات
١٠٩.....	نتائج التقدير
١٤١.....	تقدير المستوى الحدي لمعدل التضخم على أداء القطاع المالي
١٤٤.....	الفصل السادس : الاستنتاجات والتوصيات
١٤٤.....	الاستنتاجات
١٤٦.....	التوصيات
١٤٧.....	قائمة المراجع
١٥٥.....	الملاحق
١٩٤.....	Abstract

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول
1	مؤشر العمق المالي حسب نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة ١٩٧٨-٢٠٠٦
2	حجم إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (٢٠٠٦-٢٠٠٠)
3	حجم التسهيلات الائتمانية المباشرة و أنواعها الممنوحة من المصارف المرخصة في الأردن للفترة (١٩٨٥-٢٠٠٦)
4	حجم إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (٢٠٠٦-٢٠٠٠)
5	التسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف المرخصة للقطاع الخاص للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
6	موجودات الجهاز المصرفي الأردني و مكوناته للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
7	معدلات الفائدة الحقيقية في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
8	حجم التداول في بورصة عمان للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)

مقارنة مؤشر حجم التداول في سوق رأس المال بين الأردن ودول عربية لعام ٢٠٠٠	9
إجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)	10
نتائج اختبارات جذور الوحدة للمتغيرات	١١
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن للعمق المالي	12
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لنسبة النقد المتداول الى عرض النقد	13
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لنسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي	14
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لمعدل القيمة السوقية الى الناتج المحلي	15
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لمعدل دوران الاسهم	16
اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لحجم التداول في السوق المالي	17
نتائج اختبار VECM للعلاقة طويلة الاجل بين مؤشرات اداء القطاع المالي والمتغيرات المستقلة	18
تحليل مكونات التباين لاثر التضخم على مؤشر العمق المالي	19
تحليل مكونات التباين لاثر التضخم على مؤشر نسبة النقد المتداول الى عرض النقد	20

تحليل مكونات التباين لآثر التضخم على مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي	٢١
تحليل مكونات التباين لآثر التضخم على مؤشر القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي	٢٢
تحليل مكونات التباين لآثر التضخم على مؤشر معدل دوران الاسهم	٢٣
تحليل مكونات التباين لآثر التضخم على مؤشر حجم التداول في السوق المالي	٢٤
نتائج اختبار اثر المعدل الحرج للتضخم على اداء القطاع المالي	٢٥

## قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل
١	معدل التضخم قبل برنامج التصحيح الاقتصادي
٢	معدل التضخم في مرحلة التصحيح الاقتصادي
٣	العمق المالي حسب نسبة عرض النقد الى الناتج المحلي الاجمالي للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٤	مؤشر معدلات الفائدة الحقيقية بين الاردن ومجموعة من الدول العربية خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٢)
٥	الأهمية النسبية لتوزيع إجمالي التسهيلات الائتمانية للمصارف المرخصة في الأردن حسب القطاعات للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
6	استجابة مؤشر العمق المالي للتغير بمعدل التضخم
7	استجابة مؤشر نسبة النقد المتداول الى عرض النقد للتغير بمعدل التضخم
8	استجابة مؤشر نسبة النقد المتداول الى عرض النقد للتغير بمعدل التضخم
9	استجابة مؤشر القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي للتغير بمعدل التضخم
10	استجابة مؤشر معدل دوران الاسهم للتغير بمعدل التضخم
١١	استجابة مؤشر قيمة تداول الاسهم للتغير بمعدل التضخم

## قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
١	معدل التضخم في الاردن
٢	معدل نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي في الاردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٣	نسبة الانفاق الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي في الاردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٤	نسبة النقد المتداول الى عرض النقد في الاردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٥	معدل دوران الأسهم في الأردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٦	نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)
٧	نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار اثره على اداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)

## الفصل الاول

### الإطار العام للدراسة

#### المقدمة:

يؤدي القطاع المالي المتطور دوراً مهماً في تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع وأكثر استدامة، حيث يعد القطاع المالي المتطور والفعال العمود الفقري والمحرك الأساسي لنمو وازدهار الاقتصاد. فمن خلال هذا القطاع تتم عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمقرضين من جهة، والمستثمرين أو المقترضين من جهة أخرى. ويتم ذلك من خلال تقديمه لمجموعة من الخدمات المالية المتطورة والمتنوعة في آن واحد.

لذلك فإنه ما من في شك أن وجود نظام مالي ومصرفي متطور له آثار إيجابية في عملية النمو والرفاه الاقتصادي المستدام، وذلك من خلال دوره المباشر في نمو وتحسين الكفاءة الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج المتاحة وتسريع خطى التقدم التكنولوجي، فبالإضافة إلى الدور الريادي الذي يلعبه القطاع المالي والمصرفي في تشجيع وحشد الادخارات واستقطاب وتأمين الاستثمارات المحلية والأجنبية اللازمة لدفع عملية التنمية الاقتصادية الشاملة فإنه يعزز من فرص التوظيف ويقلل من معدلات البطالة. ومما لا شك فيه أن السوق المالي في الدول النامية والتي تعتبر أحد الأدوات المهمة في القطاع المالي تساعد في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى السوق. وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية.



ويعتبر القطاع المصرفي أحد القطاعات الرائدة في الاقتصاديات الحديثة، ليس فقط لدوره الهام في حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل الاستثمار الذي يمثل عصب النشاط الاقتصادي، بل لكونه أصبح يمثل حلقة الاتصال الأكثر أهمية مع العالم الخارجي، فقد أصبح هذا القطاع، بفعل اتساعه وتشعب أنشطته النافذة التي يطل منها العالم علينا، ونطل منها على العالم، وأصبح تطوره ومثانة أوضاعه معياراً للحكم على سلامة اقتصادياتنا وقابليتها أو قدرتها على جذب رؤوس الأموال المحلية والخارجية.

يعتبر التضخم احد العوامل المؤثرة في أداء القطاع المالي فقد أكد الأدب الاقتصادي التجريبي على وجود علاقة سالبة بين التضخم والنمو الاقتصادي، إلا أن النظرة الحديثة والأعمق لهذه العلاقة تكمن في الرابط بين التضخم والنمو وهو القطاع المالي، فزيادة معدل التضخم يؤثر على أداء القطاع المالي قبل أن يؤثر على النمو الاقتصادي (Huybens and Smith, 1999).

إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالارتفاع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار وذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة لانخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنظمة وتنخفض تبعاً لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية. والسبب الثاني غير مباشر وهو أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع البنك المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق. (هندي، ٢٠٠٣).

من جهة أخرى، فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لكل من الودائع المصرفية للأفراد والمشروعات والاحتياطيات النقدية للجهاز المصرفي. ويؤدي هذا إلى تخفيض العمق المالي<sup>١</sup> (Boyed et al,1996).

كما يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى الحد من توقيع عقود مالية طويلة الأجل، وعزوف المؤسسات المالية الوسيطة لتقديم تمويل طويل الأجل والحد من رغبة المقرضين والمقترضين في القيام بتوقيع عقود مالية طويلة الأجل تشمل أرصدة نقدية (Khan,2002). وكذلك يؤدي الارتفاع في معدل التضخم إلى زيادة تكلفة الاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة، مما يؤدي إلى قيام الأفراد والمشروعات بتحويل النقود إلى سلع، مما يترتب عليه انخفاض نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ الأمر الذي يضر بأداء القطاع المصرفي والمالي.

### مشكلة الدراسة:

في ظل اهتمام الأردن المطرد بتأسيس وتطوير سوق الأوراق المالية وتطوير الجهاز المصرفي ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، حيث شهد الأردن تطورات هامة في السوق المالي تمثلت في توسع كبير خلال السنوات الأخيرة، باعتباره آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، ولدوره في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة. ونظراً لزيادة حدة الضغوط التضخمية والتي تعتبر مصدراً رئيساً من مصادر اختلال وعدم كفاءة اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، نظراً للتغيرات والتطورات المتلاحقة التي طرأت على الاقتصاد العالمي.

<sup>١</sup> وهو مؤشر على تطور الأسواق المالية ويقاس كنسبة بين المخزون المالي (عرض النقد) وحجم الاقتصاد الأساسي مقاساً بالناتج المحلي الإجمالي

وبالرغم من أن ظاهرة التضخم في الأردن تخضع للظروف الاقتصادية والاجتماعية الخاصة، إلا أن موجة التضخم العربي والعالمي قد زادت من حدة الضغوط التضخمية فيه؛ نظراً لأنكشافه الشديد على الاقتصاد الخارجي. ويمثل التضخم في الأردن ظاهرةً ينعكس أثرها على المستويين الاقتصادي والاجتماعي. إذ إن تغير هذا المعدل بين فترة وأخرى يؤثر على أداء العديد من المؤشرات والقطاعات الاقتصادية ومنها أداء القطاع المالي، مما يستوجب من السلطة النقدية والمالية مراقبة هذا المعدل عن كثب والقيام باتخاذ الإجراءات والسياسات المناسبة التي تحد من أثره السلبي على أداء الاقتصاد الكلي.

من هنا تأتي هذه الدراسة لإلقاء الضوء على العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي وتحديد أثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن والمساهمة في الجدل القائم حول أهمية تحديد وتأثير المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي.

وستتناول هذه الدراسة أثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن في الفترة ١٩٧٨ - ٢٠٠٦، وتشمل الدراسة كل من القطاع المصرفي الأردني وسوق الأوراق المالية في الأردن

### أسئلة الدراسة:

نتيجة لتباين ما توصلت إليه الدراسات التطبيقية حول أثر المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي ولمعرفة مدى تأثير التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن فإن هذه الدراسة ستحاول الإجابة عن الأسئلة التالية:

هل يؤثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن ؟

هل يوجد أثر للمعدل الحدي للتضخم على أداء سوق الأسهم في الأردن؟

هل يوجد أثر للمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المصرفي الأردني؟

## فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة على عدة فرضيات أهمها:

- لا يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للتضخم على أداء القطاع المصرفي الأردني.
- لا يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للتضخم على أداء سوق الأسهم في الأردن.
- لا يوجد أثر للمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المصرفي وأداء سوق الأسهم في الأردن.

## أهمية الدراسة:

تأتي أهمية هذه الدراسة من كونها تعالج موضوعاً هاماً يتعلق بأثر التضخم على أداء القطاع المالي خاصةً في ظل ندرة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع على المستوى الأردني. وفي ضوء أهمية ومساهمة القطاع المالي في الاقتصاد، ولأهمية دراسة التضخم خاصةً في ظل المتغيرات التي تعصف بالاقتصاد الأردني نظراً للظروف العالمية والعربية على صعيد المتغيرات الداخلية والخارجية والتي من شأنها التأثير على معدل التضخم وبالتالي أداء القطاع المالي. نظراً لما أثبتته الدراسات من أن الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة ضروري للمحافظة على النمو المستدام. وفي ظل غياب الدراسات التطبيقية التي بحثت علاقة التضخم بأداء القطاع المالي في الأردن تكمن أهمية هذه الدراسة من كونها تعالج موضوعاً مهماً في الاقتصاد الأردني، يتعلق بدراسة أثر التضخم والمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي في الأردن آخذين بعين الاعتبار خصائص الاقتصاد الأردني وظروفه السائدة والمؤثرة على العلاقة والتي أبرزها:

صغر حجم الاقتصاد الأردني وانفتاحه على العالم الخارجي، ونظراً إلى البيئة الإقليمية المتقلبة، والاحتمال الكبير لتأثره بالصدمات الخارجية فإنه يصبح أكثر عرضه لمواجهة العديد من الصدمات والتحديات التي تحد من قدرته على تسيير سياسته الاقتصادية، كما تحد من قدرته على السيطرة على الأزمات.

اتباع نظام سعر صرف ثابت مع الدولار مما يحد من سرعة استجابة السياسة النقدية للتغيرات في بعض المؤشرات الاقتصادية مما ينعكس سلباً على أداء الاقتصاد الكلي.

شهد الأردن في الآونة الأخيرة زيادةً في أسعار الأصول خاصةً في مجال الإسكان وبعض السلع الضرورية والتي انعكس أثرها في زيادة الرقم القياسي لأسعار المستهلك. الأمر الذي يثير مسألة كون هذه الزيادات تؤثر على أداء بعض المؤشرات الاقتصادية الأخرى ومنها أداء القطاع المالي وكيف ينبغي لصانعي القرار في الأردن الاستجابة لهذه الزيادات ومتابعتها للحيلولة دون انعكاسات سلبية على أداء الاقتصاد.

لذلك تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على علاقة التضخم بأداء القطاع المالي في الأردن وتقديم الإرشادات والحلول المتاحة لمساعدة متخذي القرار في الأردن وواضعي السياسة لتحديد المعدل الحدي للتضخم وأثره على أداء القطاع المالي.

## منهجية الدراسة:

### المنهج المستخدم:

لتحقيق الأهداف التي تسعى إليها الدراسة، سيتم استخدام كل من الأسلوب التحليلي الوصفي والأسلوب التحليلي الكمي، حيث يتضمن الأسلوب التحليلي الوصفي عرضاً للعلاقة النظرية بين التضخم وأداء القطاع المالي وطبيعة التفاعل بينهما. مما يمكننا من استقراء الواقع والحقائق المترابطة مما يفضي إلى تدعيم نتائج التحليل القياسي وسيركز التحليل الوصفي على تحليل البيانات ضمن إطار معتمد على الأسس النظرية والموضوعية.

أما التحليل الكمي فيقوم على أساس تقدير العلاقة الكمية بين التضخم وأداء القطاع المالي في الأردن من خلال استخدام السلاسل الزمنية، وقياس المعدل الحدي للتضخم وأثره على أداء القطاع المالي في الأردن، من خلال بناء نموذج اقتصادي يعتمد على الأساس النظري والعملي للعلاقات بين المتغيرات الاقتصادية المستخدمة.

## النموذج المستخدم:

يشتمل النموذج الذي تم استخدامه على كل من التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك والذي يعكس معدل التضخم في الأردن، ومؤشرات تطور القطاع المصرفي ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى بعض المؤشرات التوضيحية. وسيتم الربط بين المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (Vector Autoregression Model) (VAR).

حيث تسعى الدراسة إلى تحقيق أهدافها انطلاقاً من العلاقة التالية: (Boyd, 200).

$$FSP = f(\pi, r, GDPp, G)$$

و سيتم الربط بين المتغيرات من خلال العلاقة التالية:

$$FSP = \alpha + \beta_1 \pi + \beta_2 r + \beta_3 GDPp + \beta_4 G + Ut$$

وعند إضافة أثر المستوى الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي تصبح العلاقة كالتالي:

$$FSP = \alpha + \beta_1 + \beta_2 D(\pi - \pi^*) + \beta_3 r + \beta_4 GDPp + \beta_5 G + Ut$$

حيث إن:

FSP: تمثل المؤشر المستخدم لأداء القطاع المالي وتشمل:

مؤشرات القطاع المصرفي.

نسبة العمق المالي.

نسبة (النقد المتداول / عرض النقد).

نسبة (الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص / الناتج المحلي الإجمالي).

مؤشرات السوق المالي:

نسبة (قيمة التداول في السوق المالي / الناتج المحلي الإجمالي) (VT).

معدل القيمة السوقية (MCAP).

معدل الدوران (TOR) (قيمة التداول في السوق المالي / القيمة السوقية للسوق).

$\pi$ : معدل التضخم.

$\pi^*$ : المستوى الحدي للتضخم.

$\alpha$ : معدل الفائدة الحقيقي.

GDPp: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

G: الإنفاق الحكومي.

D: مؤشر وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان معدل التضخم أكبر من المعدل الحدي للتضخم وقيمة

صفر إذا كان معدل التضخم أقل من المعدل الحدي للتضخم.

Ut: تمثل البواقى.

وسائل جمع المعلومات:

اعتمدت الدراسة على المصادر الأولية المتمثلة بالمراجع والدوريات والمكتب التي تبحث في موضوع

الدراسة، إضافة إلى البيانات الإحصائية ذات العلاقة الواردة في التقارير والنشرات من قبل البنك

المركزي ووزارة المالية والإحصاءات العامة.

## الفصل الثاني

### التضخم في الأردن

#### مقدمة:

منذ بداية الأربعينات من القرن العشرين، أصبح الاقتصاد الرأسمالي العالمي يعيش في حالة من التضخم الدائم، وقد برزت هذه الظاهرة في فترة الحرب العالمية الثانية، ولكنها لم تتوقف مع نهاية تلك الحرب، بل استمرت لتصبح سمة من سمات الاقتصاد الرأسمالي، وإذا تتبعنا ظاهرة التضخم منذ بروزها كسمة للاقتصاد الرأسمالي فسنجد أنه في أعقاب الحرب الكورية في أوائل الخمسينيات من القرن العشرين تعرض الاقتصاد الرأسمالي لموجات متوالية من ارتفاع الأسعار ثم حملت سنوات الستينات والسبعينات معها اشتداد ظاهرة التضخم لتصل إلى معدلات لم يسبق لها مثيل. (الأمين، ١٩٨٣).

وقد تناول الاقتصاديون ظاهرة التضخم بالدراسة والتحليل في محاولة لمعرفة أسباب هذه الظاهرة، ووضع الحلول المناسبة لها، وقد اختلفوا في تحديد مسببات الظاهرة التضخمية، فمنهم من أرجع التضخم إلى جانب دفع الطلب، ومنهم من يرى أن جانب التكلفة هو سبب التضخم وآخرون يؤكدون على العوامل الخارجية كأحد أسباب التضخم.

ويعتبر التضخم انعكاساً ونتيجةً طبيعيةً للسياسات الاقتصادية. فهو يقيس مستوى الاستقرار في الاقتصاد الكلي في الدولة. وفي واقع الأمر، فإن وجود التضخم في الاقتصاد الوطني يشير إلى عدم الاستقرار الاقتصادي وضعف السياسات الاقتصادية في تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو هدف الحفاظ على الاستقرار العام للأسعار.



## مفهوم التضخم:

يعتبر التضخم من أكبر الاصطلاحات الاقتصادية شيوعاً غير أنه على الرغم من شيوع استخدام هذا المصطلح فإنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه ويرجع ذلك إلى انقسام الرأي حول تحديد مفهوم التضخم، وبعبارة أخرى فإن الظواهر المختلفة التي يمكن أن يطلق على كل منها التضخم هي ظواهر مستقلة عن بعضها بعضاً إلى حد ما، وهذا الاستقلال هو الذي يثير الإرباك في تحديد مفهوم التضخم. حيث يستخدم هذا الاصطلاح لوصف عدد من الحالات المختلفة ومنها:

### -الارتفاع المفرط في المستوى العام للأسعار:-

حيث عرف (Piru (١٩٩١) التضخم بأنه: زيادة في النقد الجاهز دون زيادة السلع والخدمات، أي أنه الارتفاع المستمر و المحسوس في المستوى العام للأسعار واستناداً إلى هذا التعريف لا يعتبر من التضخم تلك الحالة التي ترتفع فيها الأسعار بشكل متقطع وغير مستمر أو عندما يكون الارتفاع في الأسعار قليلاً جداً وغير محسوس. ويرى بعض الكتاب أنه عندما يستخدم تعبير التضخم دون تمييز الحالة التي يطلق عليها فإن المقصود بهذا الاصطلاح يكون تضخم الأسعار وذلك لأن الارتفاع المفرط في الأسعار هو المعنى الذي ينصرف إليه الذهن مباشرة عندما يذكر اصطلاح التضخم.

### -ارتفاع الدخول النقدية أو أي عنصر من عناصر الدخل النقدي مثل الأجور أو الأرباح:

حيث عرف (Grouther (١٩٦٩) التضخم بأنه: الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض، أي عندما تأخذ الأسعار بالارتفاع. واستناداً إلى بيجو فإنه تحصل حالة التضخم عندما تصبح الزيادات في الدخل النقدي أكبر من الزيادات في كمية الإنتاج المحققة بواسطة استخدام عناصر الإنتاج التي تحصل على تلك الدخول .

كما يمكن تعريف التضخم كما قدمه (Emile Jams ١٩٧٦) : بأنه حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض. ويعكس التضخم مجموعة من المعوقات أهمها تعثر عملية التنمية وتناقص المخزون السلعي وضعف القدرة على الاستيراد وتزايد أعباء الديون الخارجية. ارتفاع التكاليف.

حيث عزت المدرسة الماركسية التضخم إلى ارتفاع تكلفة إنتاج السلع والخدمات، وهذا ما يريده أصحاب رؤوس الأموال دائماً لرفع أرباحهم من خلال رفع الأسعار ما يؤدي إلى التضخم.

### أنواع التضخم:

يمكننا الاعتماد على عدد كبير من المعايير والأسس للتمييز بين الأنواع المتعددة للتضخم ومنها: من حيث إشراف الدولة على الأسعار:

التضخم المفتوح (الظاهر) Open Inflation: يتسم هذا النوع من التضخم في الارتفاع المستمر في الأسعار استجابة لفائض الطلب دون تدخل غير طبيعي من السلطات للحد من هذه الارتفاعات أو التأثير فيها، حيث تتسم مواقف هذه السلطات بالسلبية، مما يؤدي إلى تفشي هذه الظاهرة التضخمية، والتسارع في تراكمها فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من زيادة التداول النقدي للكميات النقدية المعروضة. و لهذا النوع من التضخم العديد من الأسماء فيعرف أيضاً بالتضخم الصريح أو الطليق.

التضخم المكبوت Repressed Inflation: هذا النوع من التضخم المستتر لا يظهر بصورة ارتفاع في الأسعار وإنما يتجلى هذا النوع من التضخم بالتدخل من قبل السلطات الحكومية عن طريق تثبيت الأسعار بوسائل إدارية خاصة فيما يخص السلع الأساسية أو عن طريق منح إعانات للمنتجين لتعويضهم عن أرباحهم.

وعلى الرغم من عدم ظهور ارتفاع الأسعار في هذا النوع من التضخم إلا أنه يكون واضحاً في عدة ظواهر أخرى أهمها اختفاء السلع ذات الأسعار الثابتة من الأسواق الرسمية وظهور السوق السوداء، وانخفاض وزن عبوات السلع وانخفاض جودتها لبيعها بنفس السعر السابق. لذا يعتبر هذا النوع من التضخم من أخطر الأنواع لأنه يؤدي إلى إهمال علاج السبب الحقيقي لحدوث التضخم مما يؤدي إلى تفاقم آثاره الاقتصادية. (ناصر، ٢٠٠٨).

### من حيث القطاعات الاقتصادية:

١. التضخم السلعي Commodity Inflation: هو التضخم الذي يحدث في مجال السلع الاستهلاكية مما يؤدي إلى حدوث أرباح عالية Windfall Profits في صناعات إنتاج السلع الاستهلاكية.
٢. التضخم الرأسمالي Capital Inflation: هو التضخم الذي يحدث في مجال سلع الاستثمار مما يؤدي إلى حدوث أرباح عالية في صناعات إنتاج هذه السلع.

### من حيث حدة التضخم:

التضخم الجامح Hyper (Gallop) Inflation: يشير إلى حدوث ارتفاع شديد جداً في المستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية قصيرة (ناصر، ٢٠٠٨)، والتي تتبعها زيادة مماثلة في الأجور، فتزيد تكاليف الإنتاج وتنخفض ربحية رجال الأعمال مما يحتم زيادة جديدة في الأسعار وهو أشد أنواع التضخم ضرراً على الاقتصاد الوطني، حيث تتوالى ارتفاعات الأسعار دون توقف، وبسرعة قد تصل إلى ٥٠% سنوياً أو أكثر، فتفقد النقود معظم قوتها الشرائية وقيمتها كوسيط للتبادل ومخزن للقيم، مما يدفع بالسلطات الحكومية إلى التخفيض من قيمتها وما يصحب ذلك من آثار سلبية على بعض المتعاملين الاقتصاديين أو التخلص منها بإبدالها بعملة جديدة. مما يصيب الاقتصاد بما يعرف بالدورة الخبيثة للتضخم "اللؤلؤ المرذول" Vicious Circle of Inflation. كما حصل في كل من ألمانيا خلال عامي ١٩٢١ و ١٩٢٣ وفي هنغاريا عام ١٩٤٥ بعد الحرب العالمية الثانية (الأمين، ١٩٨٣).

التضخم الزاحف Creeping Inflation: ويقصد به الارتفاع البطيء والمتواصل للأسعار الذي يحدث على مدى فترة زمنية طويلة نسبياً، أي أن هذا الارتفاع يكون بطيئاً ويقل عن ١٠ % سنوياً. وهذا النوع من التضخم لا يشعر الأفراد بخطورته إلا بعد مرور فترة زمنية، رغم وجوده بصورة دائمة ولذلك تبقى النقود تؤدي وظائفها الأساسية وتظل مقبولة في عمليات التبادل رغم الانخفاض في قوتها الشرائية. (ناصر، ٢٠٠٨).

#### من حيث العلاقات الاقتصادية الدولية:

التضخم المستورد Imported Inflation: يكون السبب الأساسي لهذا النوع من التضخم هو ارتفاع الأسعار نتيجة انسياب التضخم العالمي إليها من خلال الواردات وبالتالي فعندما تكون الدولة المصدر لهذه السلع والخدمات تعاني أصلاً من التضخم فإن هذا التضخم ينتقل إلى الاقتصاد المحلي عن طريق السلع والخدمات المستوردة.

#### من حيث مصدر الضغط التضخمي:

تضخم جذب الطلب Demand-Pull Inflation: ويكون السبب الرئيسي وراء تضخم الطلب هو اختلال التوازن في السوق نتيجة لوجود فائض في الطلب الكلي عن العرض الكلي سواء في سوق السلع أو عناصر الإنتاج أي أن يكون العرض الكلي غير قادر على استيفاء الطلب الكلي ( $AS < AD$ ) نتيجة زيادة الطلب الكلي في ظروف التوظيف الكامل؛ مما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار في الاقتصاد ومن ثم ارتفاع تكلفة الإنتاج. وكما هو معروف فإن ارتفاع الأسعار الناتج عن ارتفاع الطلب لن يؤدي إلى انخفاض الطلب بل سيؤدي إلى زيادة حجم الطلب.

تضخم التكاليف Cost-Push Inflation: والمقصود بالتكاليف هنا تكلفة الإنتاج أو تكلفة عنصر العمل على وجه التحديد دون زيادة في الانتاجية؛ حيث تؤدي مطالب العمال بزيادة أجورهم ورواتبهم إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج مما يترتب عليه حدوث انخفاض في العرض الكلي وبالتالي حدوث انخفاض في حجم الناتج الكلي والتي تنعكس في ارتفاع المستوى العام للأسعار.

التضخم المختلط Mixed Inflation: وينتج هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع حجم النقود المتداولة (ارتفاع السيولة) لدى الأفراد مع بقاء حجم السلع والخدمات المنتجة ثابتاً مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي مع بقاء العرض الكلي ثابتاً.

التضخم الكاذب: حيث تلجأ الدول إلى خلق النقود عندما تجد نفسها أمام حاجة شديدة إلى النقود لكي تستطيع أن تحول الموارد من الانفاق الاستهلاكي إلى التكوين الرأسمالي. وعند طرح هذه العملة إلى التداول فإنها تؤدي إلى زيادة طلب الحكومة ورجال الأعمال وكذلك طلب المستهلكين، أي أن الطلب الإجمالي يزيد بينما يبقى حجم السلع الاستهلاكية أو ينخفض مما يقضي إلى ميل الأسعار إلى الارتفاع. ويستخدم التمويل التضخمي عندما تظهر الخطة الاقتصادية أو الميزانية الحكومية عجزاً نتيجة لعدم كفاية الموارد للانفاق فتظهر الحاجة إلى سد الفجوة بواسطة خلق نقود جديدة. وقد تمكنت عدة دول من الاعتماد على التضخم الكاذب كإحدى وسائل تمويل التنمية الاقتصادية. (شرايحة، ١٩٨٧).

### تفسير التضخم في الفكر الاقتصادي:

نظراً لما للتضخم من أثر، سواء كان ذلك على توزيع الدخل القومي، أو على تقويم المشروعات، أو على ميزان المدفوعات، أو على الكفاية الإنتاجية، ونظراً لما تولده ظاهرة التضخم من آثار اقتصادية واجتماعية بحيث يزداد الفساد الإداري وتنتشر الرشوة وتزداد هجرة الكفاءات الفنية للخارج، (البازعي، ١٩٩٧). فقد أدى ذلك إلى الاهتمام الكبير بظاهرة التضخم، مما جعل مشكلة التضخم المزممة تحظى باهتمام المفكرين الاقتصاديين؛ فعكفوا على دراسة أسباب هذه الأزمات التضخمية؛ من أجل الوصول إلى حلول مناسبة لعلاج هذا الارتفاع المستمر في مستوى الأسعار، وما يترتب عليه من آثار ضارة بالاقتصاد القومي. (العمر، ١٩٩٥).

### التحليل الكلاسيكي:

يُرجع الاقتصاديون الكلاسيك التضخم النقدي أساساً إلى ظاهرة نقدية خالصة، تتمثل في ارتفاع معدل الطلب كنتيجة لزيادة كمية النقود في الاقتصاد، مما يترتب عليه ارتفاع مستويات الأسعار؛ نظراً لثبات حجم الإنتاج ( $Y$ ) وسرعة دوران النقود ( $V$ ) كما جاء في معادلة فيشر  $MV=PY$ . مع افتراض ثبات كل من ( $Y, V$ ) فإن الزيادة في كمية النقود ستؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبالنسبة نفسها، طالما أن النقود في التحليل الكلاسيكي تؤدي وظيفة واحدة؛ وذلك بصفتها أداة للمبادلة، ولا تطلب لذاتها، أي أنها لا تؤدي وظيفة مخزن للقيمة وهذا نفسه ما ذهبت إليه النظرية العامة لكينز. التحليل الكينزي:

استناداً إلى التحليل الكينزي فإن ماهية التضخم تتبلور في وجود فائض في الطلب Excess Demand يفوق المقدرة الحالية للطاقت الإنتاجية، وتكون الفجوة التضخمية Inflationary Gap هي التعبير عن هذا الاختلال بين الطلب والعرض (الأمين، ١٩٨٣). ويفترض هذا التحليل سيادة المنافسة غير التامة في كل من سوق العمل وسوق السلع أي توفر النقابات العمالية القوية في سوق العمل مع توفر اتحادات أرباب عمل قوية في سوق السلع والخدمات. ويؤدي ارتفاع مستويات الأسعار إلى انخفاض القوة الشرائية للأجور الاسمية، مما يدفع النقابات العمالية إلى التدخل عن طريق المساومة ورفع الأجور الاسمية لأعضائها لتصل بها إلى مستواها الحقيقي السابق، ومن ثم سيعمل أرباب العمل على نقل عبء الزيادة في الأجور إلى المستهلك عن طريق رفع أسعار منتجاتهم، وهكذا سيستمر لولب الأجور والأسعار بالارتفاع متسبباً في حصول تضخم التكاليف.

## ويرى كينز أن هناك نوعان من التضخم هما:

تضخم الطلب: يحدث هذا التضخم عندما يكون حجم الإنفاق الكلي أكبر من قيمة الناتج عند مستوى الاستخدام الكامل، ويرفض كينز العلاقة الوثيقة بين التغيير في كمية النقود والتغيير في المستوى العام للأسعار، وقد أكد على أهمية سرعة التداول الداخلية إذ يمكن أن تؤدي زيادتها إلى الارتفاع في الأسعار حتى وإن لم يرتفع عرض النقود، حيث قد ترتفع الأسعار نتيجة زيادة التفضيل النقدي للأفراد.

تضخم التكاليف: يحصل تضخم التكاليف نتيجة ارتفاع تكاليف عناصر الانتاج وخصوصا تكلفة العمل عندما تكون النقابات العمالية قوية وقادرة على رفع اجور اعضائها، اذ تؤدي الزيادة السريعة في مستويات الاجور الى ارتفاع مستويات الاسعار عندما لا يصاحب الزيادة في الاجور زيادة في انتاجية العمل، أو بعبارة أخرى عندما يحدث خلل ما بين ما تدره عوامل الانتاج من منتجات وخدمات وما تستفيده هذه العوامل الانتاجية من نفقات وتكاليف.

## النقديين:

تذهب المدرسة النقدية في تحليلها للتضخم مذهباً نقدياً على اعتبار أن التضخم في حد ذاته هو ظاهرة نقدية صرفة، فالمدرسة النقدية تنحو منحى المدرسة الكمية الكلاسيكية في تحليلها و تفسيرها للتضخم. وفيما يلي ابرز أفكار المدارس النقدية:

أ. مدرسة شيكاغو: تعتبر هذه المدرسة من أهم المدارس النقدية في تحليل وتفسير الظواهر التضخمية، ومن أتباعها ميلتون فريدمان، وهاري جونسون، وولتر وغيرهم. ويتلخص المضمون الفكري للمدرسة النقدية في أن التضخم هو ظاهرة نقدية بحتة ترجع إلى نمو النقود بكمية أكبر من نمو كمية الإنتاج أي أن حالة التضخم ترجع إلى زيادة واضحة في متوسط نصيب وحدة الإنتاج من كمية النقود المتداولة. و تقتضي معالجتها التأثير في تلك العوامل النقدية بالحد من التوسع في الإصدار النقدي، وتقليل حجم التداول من النقد في الأسواق، وبعبارة أخرى التأثير في حجم الطلب الكلي بالتقليل من الفوائد النقدية ومن ثم إيقاف العوامل النقدية الحافزة للطلب الكلي على الارتفاع. حيث يرون أنه لا توجد علاقة على المدى الطويل بين التضخم والبطالة. أي أن النقود هي التي تسبب تغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي عبر الدورات الاقتصادية (Walsh,2000)

وقد تركزت آراءهم بشكل رئيس على نتائج الدراسة التي قام بها كل من فريدمان (Friedman) وشوارتز (Schwartz) عام ١٩٩٥ لبيانات مائة عام تقريباً حول التطور النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية والتي توصلنا من خلالها إلى أن تغير معدل نمو النقد يؤدي إلى تغيرات في النشاطات الاقتصادية الحقيقية، ويرى النقديون أن ضبط التضخم يعتمد على ضبط الزيادة في عرض النقد والتي يتم تقديمها كتمويل لعجز الموازنة الناتج عن ازدياد الإنفاق الحكومي (Mishkin,2000).

المدرسة السويدية: أضافت المدرسة السويدية إلى النظرية الكمية للنقود عاملاً جديداً، فجعلت لمتوقعات أهمية خاصة في تحديد العلاقة بين الطلب الكلي والعرض الكلي. وترى هذه المدرسة أن هذه العلاقة لا تتوقف فقط على مستوى الدخل - كما ترى النظرية الكينزية - وإنما تتوقف على العلاقة بين خطط الاستثمار وخطط الادخار.

### البنويون أو الهيكليون:

ويقابل هذا الاتجاه للاقتصاديين النقديين الذين ركزوا على الجانب النقدي من ظاهرة التضخم اتجاهًا آخر يرى في التضخم ظاهرة اقتصادية واجتماعية ترجع إلى الاختلالات الهيكلية الموجودة بصفة خاصة في الاقتصاديات المختلفة. وقد عُرف اقتصاديو هذا الاتجاه بالهيكليين Structuralists، وقد كان شوارتز أول من لفت النظر إلى أهمية التحليل الهيكلي للتضخم الذي يبين وجود خلل هيكلي ناشئ عن عجز بنیان العرض عن التغير ليتلاءم مع تغير بنیان الطلب، نظراً لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي. ويضيف شولتز إلى هذا الخلل عدم وجود بطالة والاقتراب من مستويات تشغيل عالياً. ولا يقتصر ارتفاع الأسعار على تلك المنتجات التي زاد الطلب عليها، وإنما يمتد إلى منتجات الصناعات التي انخفض الطلب عليها أيضاً؛ نظراً لقوة نقابات العمال التي تسهم في تجميد الأجور، فضلاً عن ارتفاع أسعار المواد الخام التي تشترك هذه الصناعات في استخدامها مع الصناعات التي زاد الطلب على منتجاتها. ويرى الاقتصاديون الهيكليون أن العوامل الهيكلية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية هي التي تكمن وراء زيادة الطلب ووراء الإدارة النقدية والمالية السيئة في تلك الدول،



يفسرون القوى التضخّمية بمجموعة من الاختلالات، تشمل: الطبيعة الهيكلية للتخصص في إنتاج المواد الأولية، وجمود الجهاز المالي للحكومات، وضآلة مرونة عرض المنتجات الغذائية، فضلاً عن طبيعة عملية التنمية وما تولده من اختلالات في مراحلها الأولى. ويخلص الاقتصاديون الهيكليون إلى ضرورة معالجة هذه الاختلالات الهيكلية للقضاء على ظاهرة التضخم التي تعاني منها الاقتصاديات المتخلفة بصفة خاصة؛ بغية مواصلة جهود التنمية والمحافظة على مواردها (البازعي، ١٩٩٧).

### الآثار الاقتصادية للتضخم:

للتضخم آثار اقتصادية مؤثرة في مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وأبرزها: فقدان النقود لإحدى وظائفها، وهي كونها مقياساً للقيمة ومخزناً لها فكلما اشتدت موجة الغلاء انخفضت قيمة النقود مما يسبب اضطراباً في المعاملات بين الدائنين والمدينين، وبين البائعين والمشترين، وبين المنتجين والمستهلكين، وتشجيع الفوضى داخل الاقتصاد المحلي، وإذا حدث ذلك فقد يتخلى الناس عن عملة بلدهم، ويلجؤون إلى مقاييس أخرى للقيمة. إعادة توزيع الدخل القومي بين طبقات المجتمع - وبطريقة عشوائية - وأصحاب الدخل الثابتة والمحدودة مثل: موظفي الحكومة والقطاع العام هم المتضررون من التضخم؛ حيث إن دخولهم عادة ما تكون ثابتة، وحتى لو تغيرت فأنها تتغير ببطء شديد وبنسبة أقل من نسبة ارتفاع المستوى العام للأسعار، وبهذا تكون دخولهم في الحقيقة متدهورةً. أما أصحاب الدخل المتغيرة مثل التجار ورجال الأعمال، فدخولهم عادة ما تزيد مع موجة التضخم، بل أنها في كثير من الحالات ترتفع بنسبة أكبر من نسبة ارتفاع المستوى العام للأسعار، وهم بذلك المستفيدون من هذا التضخم. انخفاض القيمة الحقيقية للثروة التي يحتفظ بها الأفراد في صورة نقود سائلة أو تلك التي يتم الاحتفاظ بها في صورة ودائع في البنوك، فعلى الرغم من حصول أصحاب هذه الودائع على فائدة مقابل هذه الودائع إلا أن الفائدة تكون عادة أقل من معدلات التضخم.

التأثير على أداء القطاع المالي من خلال توزيع الثروة القومية؛ فالمدخرون لأصول مالية كالودائع طويلة الأجل بالبنوك؛ غالباً ما يتعرضون لخسائر كبيرة؛ ذلك أن القيمة الحقيقية لمدخراتهم تتعرض للتآكل سنة بعد أخرى مع ارتفاع الأسعار، أما من يجسد مدخراته في أشكال عينية كالأراضي والمعادن النفيسة؛ فهو المنتفع من ارتفاع الأسعار على هذا النحو. ويؤدي إلى تشويه هيكل الأسعار، وإلى ارتفاع أسعار الصادرات.

يؤثر التضخم سلباً على احتياطي الدولة من العملات الأجنبية من خلال أثره السلبي على صادرات وواردات الدولة؛ ففي أوقات التضخم تصبح الأسعار المحلية أعلى نسبياً من الأسعار في الدول الأخرى، حيث تصبح صادرات الدولة أعلى نسبياً من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها وبالتالي تنخفض حصيله الصادرات من العملات الأجنبية، ومن ناحية أخرى تصبح السلع المحلية أعلى نسبياً بالمقارنة مع الدول الأخرى مما يشجع على زيادة الاستيراد واستنزاف قدر كبير من العملة الأجنبية. الأمر الذي يؤدي إلى تزايد العجز في ميزان مدفوعات الدولة واستنزاف احتياطي الدولة من العملات الأجنبية.

تدهور سعر الصرف حيث إن مع الارتفاع المستمر للأسعار يدرك الناس أن الشراء اليوم عند مستويات الأسعار السائدة أفضل من الشراء في الغد حيث ترتفع الأسعار؛ فيسارعون إلى "الاكتناز" أي شراء السلع والتحف والمعادن النفيسة، واللجوء لعملة أجنبية أكثر ثباتاً في قيمتها، وهو أمر ينعكس على تدهور سعر الصرف للعملة المحلية، وسرعان ما يضر التضخم الآخذ في التصاعد بميزان المدفوعات للدولة، ومن ثم باقتصادها ككل ويتمثل ذلك في:

تعرض الصناعة المحلية لمنافسة شديدة من الخارج (فبسبب ارتفاع أسعار السلع المنتجة محلياً مقابل السلع المستوردة يقل الطلب على المنتج المحلي)، وما ينجم عن ذلك من طاقات عاطلة وانخفاض في مستوى الدخل المحلي.

نتيجة لزيادة الطلب على السلع المستوردة وانخفاض الطلب على السلع المحلية يزداد العجز في ميزان المدفوعات التجاري والذي تتطلب مواجهته إما استنزاف احتياجات البلاد من الذهب والعملات الأجنبية، أو اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، أو تصفية ما تملكه الدولة من أصول بالخارج.

تأثير التضخم على النمو الاقتصادي: اختلفت الآراء حول أثر التضخم على النمو الاقتصادي. يرى فريق من الاقتصاديين أن التضخم يخلق حالة من عدم التيقن حول الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، الأمر الذي يؤثر على قرارات الاستثمار ويؤخرها، كما يؤثر على إنتاجية العمال وحماهم نتيجة انخفاض دخولهم الحقيقية. ويرى فريق آخر أن التضخم قد يكون دافعاً لعملية النمو الاقتصادي، حيث أن ارتفاع الأسعار يعمل على زيادة الأرباح نتيجة زيادة الاستثمارات والتشغيل وبالتالي انخفاض البطالة. وتظل صحة أي من الرأيين محكومةً بنوع وحدة التضخم، فالتضخم الشديد والسريع بدون شك سيضر بالنمو الاقتصادي، بينما قد يكون التضخم البطيء والمعتدل دافعاً للنمو إذا ما صوبت سياسات اقتصادية مناسبة.

إن للتضخم أثر على الموازنة العامة وتختلف الوسائل لمعالجة التضخم حسب النظام الاقتصادي المتبع ففي اقتصاديات الدول النامية، يتم التركيز على بعض وسائل السياسة النقدية، مثل سياسة سعر الخصم، وعلميات السوق المفتوحة، وتعديل نسبة الاحتياطي القانوني، إضافة إلى استخدام بعض وسائل السياسة المالية، مثل فرض ضرائب على الأغنياء مع إعفاء الفقراء منها (الأمين، ١٩٨٣).

أما الأثر الاجتماعي الذي لا يمكننا إغفاله فهو أن الغلاء المستمر يؤدي إلى تفشي الرشوة والفساد الإداري والتكسب غير المشروع وما إلى ذلك من معاملات فاسدة؛ حيث يلجأ الناس إلى هذه الأمور كخط دفاع لمواجهة التدهور المستمر الذي يحدث في دخولهم الحقيقية، ومن ثم في مستوى معيشتهم. ولهذا فليس عجباً أن تكون البلاد المصابة بالتضخم هي أكثر البلاد تعرضاً للفساد (الأمين، ١٩٨٣).

## طرق قياس التضخم:

مقاييس التضخم عديدة، ويبنى أي مقياس منها على أساس نسبة التغير السنوي في أسعار سلة من السلع والخدمات، وقليلًا ما تتغير هذه السلع والخدمات المختارة في السلة، ولذا يعكس القياس التغير (تقريباً) في القوة الشرائية لعملة الدولة خلال سلسلة زمنية.

ولكل مؤشر سنة أساس = ١٠٠، وتتغير سنة الأساس عادة كل عشر سنوات. وهناك مقياسان أساسيان في الأردن للتضخم تصدرهما دائرة الإحصاءات العامة، وهما:

الرقم القياسي لأسعار المستهلك (Consumer Price Index): يقيس المستوى العام لأسعار سلة ثابتة من السلع والخدمات التي تستهلكها الأسرة في المملكة (٨٤٤ سلعة وخدمة)، بما فيها السلع والخدمات الاستهلاكية المستوردة من الخارج. وتقوم دائرة الإحصاءات العامة بإعداد هذا الرقم، بالترجيح بمعدل إنفاق الأسرة على السلع والخدمات الداخلة في الرقم القياسي استناداً إلى نتائج دراسة نفقات ودخل الأسرة (٢٠٠٢) (البنك المركزي الأردني، ٢٠٠٧).

مخفض الناتج المحلي الإجمالي: يقيس المستوى العام لأسعار كافة السلع والخدمات المنتجة محلياً بما فيها السلع الرأسمالية والوسيلة) والداخلة في الناتج المحلي الإجمالي، ويحتسب بقسمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة وضرب حاصل القسمة بـ ١٠٠. (البنك المركزي الأردني، ٢٠٠٧).

هنالك ثلاثة اختلافات رئيسية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومخفض الناتج المحلي الإجمالي تتمثل في:

أولاً: درجة الشمولية، فالرقم القياسي لأسعار المستهلك لا يأخذ في الاعتبار إلا مجموعة فرعية من جميع السلع والخدمات في الاقتصاد (تلك التي يشتريها المستهلك). وبالتالي فإن زيادة أسعار السلع والخدمات التي تشتريها الشركات أو الحكومة، تظهر في منخفض الناتج المحلي دون الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

ثانياً: لا يشمل مخفض إجمالي الناتج المحلي الا على السلع المنتجة محليا دون السلع المستوردة. وبالتالي فلا يؤثر تغير اسعار السلع المستوردة تأثيرا مباشرا على مخفض الناتج المحلي. لكن الرقم القياسي لاسعار المستهلك يتأثر مباشرة بالتغيرات في اسعار السلع المستوردة بقدر ما تدخل تلك السلع في السلة.

ثالثاً: الفرق في طريقة اجمال الاسعار لتحويلها الى متغير كلي في الرقمين القياسيين. ان الرقم القياسي لاسعار المستهلك يستخدم كميات سنة الاساس كأوزان ترجيحية، بينما يستخدم مخفض إجمالي الناتج المحلي كميات السنة الجارية.

ولهذه الاسباب سيتم الاعتماد على الرقم القياسي لاسعار المستهلك لقياس التضخم لغياب هذه الدراسة.

### تحليل التضخم في الأردن:

ولتحليل التضخم تاريخياً سيتم اعتماد التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٦، وسيتم اعتماده لأنه لا يعكس أسعار السلع المستوردة. ويمكن تقسيم مسيرة التضخم في الأردن إلى عدة مراحل أساسية وهي:

#### المرحلة الأولى مرحلة ما قبل التصحيح الاقتصادي:

شهد الأردن تذبذباً واضحاً في نمو الرقم القياسي لتكاليف المعيشة خلال فترة الدراسة وكان هذا التذبذب نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية التي شهدها الأردن، فقد عانى الاقتصاد من ضغوط تضخمية نتيجة تأثير الأردن بموجة التضخم العالمية وتطورات أزمة النقد الدولية هذا إضافة لظروف الإنتاج الزراعي غير الموازية على الصعيد المحلي والتي أدت إلى تعزيز الضغوط التضخمية ورفع الأسعار وتكاليف المعيشة بشكل عام ، إلا أنه في عام ١٩٧٨ ظهرت تطورات إيجابية على صعيد الاقتصاد الأردني

حيث نما الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بمعدل ٧,٢%، حيث كانت السياسات الأنضباطية المختلفة التي مارستها السلطات النقدية والمالية من أهم العوامل التي أدت إلى انخفاض نسبة الارتفاع في الأسعار (البنك المركزي الأردني ١٩٧٨).

إلا أن هذا المعدل لم يستمر طويلاً، إذ شهد الأردن ارتفاعاً ملحوظاً في معدل نمو الرقم القياسي لتكاليف المعيشة عام ١٩٧٩، حيث بلغت نسبة النمو آنذاك ١٤,٢%، فقد كان لزيادة الضغوط التضخمية التي نجمت عن العوامل الخارجية الممثلة بارتفاع أسعار المستوردات والعوامل المحلية الناجمة عن زيادة الطلب المحلي على السلع والخدمات الذي رافق النمو المتواصل في حجم السيولة الداخلية أثر كبير في الحد من الأنجاز الحقيقي للاقتصاد الأردني (البنك المركزي الأردني، ١٩٧٩).

وعلى صعيد مكافحة التضخم، فقد تحقق تطور إيجابي ملموس خلال الأعوام ١٩٨٠-١٩٨٧، حيث ساهمت العديد من العوامل في الحد من التضخم خلال هذه الفترة، ففي عام ١٩٨٠ انخفضت أسعار المساكن ومستلزماتها نتيجة انحسار أزمة السكن والتوسع في حركة البناء وإنشاء المساكن الجديدة، مما انعكس على انخفاض في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة إلى ١٠,٩% عام ١٩٨٠ مقارنة بما نسبته ١٤,٢% في عام ١٩٧٩. (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٠)

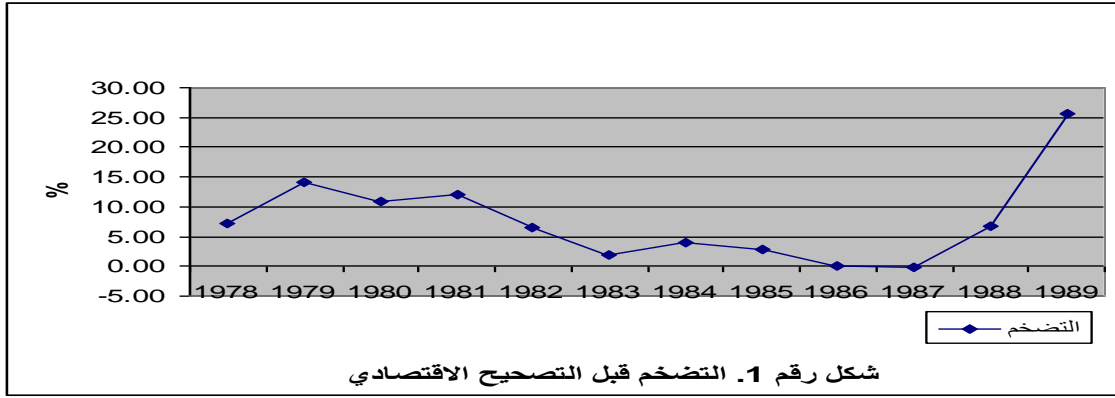
لقد كان للتراجع في حدة الطلب المحلي وانحسار معدلات التضخم العالمية المرتبطة باستمرار حالة الكساد الاقتصادي العالمي أثر في انخفاض معدلات التضخم خلال الأعوام ١٩٨٢-١٩٨٤، هذا وقد استمر الاستقرار في الأسعار في عام ١٩٨٥ نتيجة لاستقرار أسعار المستوردات في المملكة الناشئ عن انخفاض الطلب وتراجع معدل نمو السيولة، واستقرار أسعار المواد الغذائية، حيث انخفض معدل النمو في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة إلى ٤,٠% و ٢,٨% في عامي ١٩٨٤ و ١٩٨٥.

وفي عام ١٩٨٦ شهدت المملكة ولأول مرة منذ أكثر من ربع قرن استقراراً في الأسعار، إذ لم تطرأ أية زيادة على الرقم القياسي لتكاليف المعيشة، وانخفضت نسبة التضخم من ٢,٨% عام ١٩٨٥ إلى ٠% عام ١٩٨٦، وقد كان هذا الاستقرار نتيجة لتضافر العديد من العوامل الداخلية والخارجية، ومنها الانخفاض الملموس في مستويات الأسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة نظراً لظروف الركود في الاردن، وكذلك نتيجة الى الانخفاض الملموس في الأسعار العالمية لمعظم السلع والخدمات، إضافة لانخفاض تكاليف الإنتاج نتيجة لتخفيض الحكومة لأسعار الطاقة للأغراض الصناعية والإنتاجية، وأسعار المياه لقطاع الزراعة، مما كان لهذه العوامل مجتمعة الأثر الواضح في استقرار الأسعار. (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٦)

أما بالنسبة لعام ١٩٨٧ فقد شهد الاقتصاد الأردني وللمرة الأولى منذ بداية السبعينات تراجعاً في المستوى العام للأسعار، حيث تراجع الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بنسبة ٠,٢% عن مستواه عام ١٩٨٦ حيث كان هذا التراجع نتيجةً لانخفاض الطلب المحلي وحالة الركود السائدة في الاردن. وفي عام ١٩٨٨ أظهر المستوى العام للأسعار ارتفاعاً ملحوظاً بعد أن كان ثابتاً تقريباً خلال الأعوام الثلاثة السابقة، فقد ارتفع الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بمعدل ٦,٧%.

وتعود أسباب هذا الارتفاع إلى العديد من العوامل التي كان أهمها ارتفاع أسعار المستوردات بنسبة ٥,٨% وأزمة الدينار الأردني في نهاية ذلك العام، إلا أن آثار هذه العوامل لم تظهر بشكل كبير في هذا العام، وذلك لأن سعر الصرف لم ينخفض إلا في الأشهر الثلاثة الأخيرة، ولأن الحكومة قامت بدعم السلع الأساسية وتثبيت أسعار بعض السلع علاوة على تباطؤ معدلات نمو الطلب الكلي في ظل ظروف الركود الاقتصادي في الاردن (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٩).

كما كان للظروف التي حدثت عام ١٩٨٨ أثر على المستوى العام للأسعار في عام ١٩٨٩، إذ ارتفعت الأسعار ارتفاعاً حاداً لم يسبق له مثيل، فارتفع الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بمعدل ٢٥,٦% (انظر الشكل رقم ١).



#### المرحلة الثانية: مرحلة التصحيح الاقتصادي:

استطاع الأردن خلال عام ١٩٨٩ وحتى نشوب أزمة الخليج عام ١٩٩٠ من استعادة مقومات الاستقرار بعد الأزمة الاقتصادية الحادة التي تعرض لها الاقتصاد الأردني في أواخر عام ١٩٨٨ وبداية عام ١٩٨٩، وأظهر المستوى العام للأسعار في المملكة تراجعاً في معدل نموه في عام ١٩٩٠ مقارنة مع العام السابق، حيث بلغ معدل النمو في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ١٦,٢% (البنك المركزي الأردني، ١٩٩٠). هذا وقد تباطأ نمو الرقم القياسي لتكاليف المعيشة خلال عامي ١٩٩١ و١٩٩٢،

حيث نما الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بمعدل ٨,٢% عام ١٩٩١ و ٤% عام ١٩٩٢، ويعود هذا التراجع في معدل النمو إلى تبني الحكومة الأردنية لبرنامج تصحيح اقتصادي من أهم أهدافه استقرار سعر صرف الدينار، وضبط معدل نمو السيولة، إضافة إلى ضبط عجز الموازنة، حيث قامت الحكومة بإتباع سياسات إدارة الطلب الكلي آنذاك وتمكنت من تحقيق قدر ملموس من التوازن بين العرض الكلي والطلب الكلي في الاقتصاد، وبالتالي منعت من حدوث ضغوط تضخمية، فقد كان لسياسة ترشيد الإنفاق الحكومي وسياسة تقييد الائتمان الممنوح للقطاع العام والخاص أثر ملموس في تحقيق الاستقرار السعري عام ١٩٩٢.



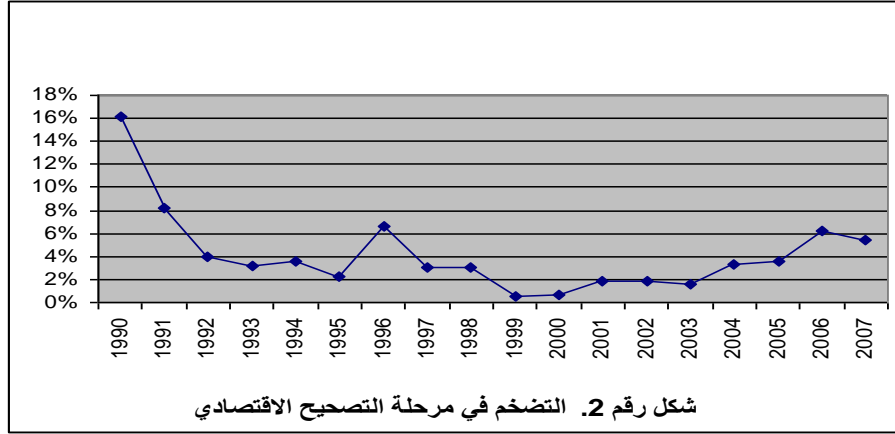
كما تشير تحركات الرقم القياسي لتكاليف المعيشة لعام ١٩٩٣ إلى نموها بنسبة ٣,٢%، ويعزى هذا الاستقرار في معدل التضخم إلى سياسات إدارة الطلب الحذرة التي استمرت السلطات الحكومية في انتهاجها، فقد كان لتظافر جهود كل من السياستين النقدية والمالية في ضبط نمو السيولة المحلية والإنفاق الحكومي دور رئيسي في احتواء معدل زيادة الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ضمن الحدود المقبولة، إضافة إلى ذلك فقد كان لاستقرار سعر صرف الدينار الأردني وأسعار المستوردات، إلى جانب تخفيض الرسوم الجمركية على العديد من المدخلات الصناعية أثر إيجابي في كبح الضغوط التضخمية لهذا العام. وقد تابع الاقتصاد الأردني في عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ أداءه الإيجابي على صعيد تحقيق الاستقرار السعري، محققاً بذلك الهدف الأول للسياسة النقدية في المملكة، حيث نما الرقم القياسي لتكاليف المعيشة بمعدل ٣,٦% و ٢,٢% في عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ على التوالي، ويعزى هذا الانجاز إلى الاستمرار بتطبيق سياسات إدارة الطلب المنخفضة حفاظاً على الاستقرار الاقتصادي (البنك المركزي الأردني، ١٩٩٤).

أما في عام ١٩٩٦ فقد أظهر معدل التضخم ارتفاعاً واضحاً مقارنةً بما كان عليه الحال خلال الأعوام السابقة ولكنه برغم ذلك لا يعكس ضغوطاً تضخمية جديدةً، فقد نشأ هذا التزايد في معدل التضخم عن تأثير عوامل محلية عائدة إلى العديد من القرارات الحكومية التي تندرج ضمن نطاق الإصلاح وإزالة التشوهات السعرية، ويتمثل ذلك بصفة أساسية في إعادة هيكلة الدعم الحكومي المقدم لمادتي القمح والأعلاف ورفع نسبة الضريبة العامة على المبيعات وتوسيع نطاق شموليتها في أواخر عام ١٩٩٥ كما يعكس تزايد الأسعار أيضاً ارتفاع تكاليف المستوردات وخاصة السلع الغذائية وفي مقدمتها الحبوب (البنك المركزي الأردني، ١٩٩٦).

وقد شهد الاقتصاد الأردني خلال الأعوام ١٩٩٧-٢٠٠١ استقراراً في المستوى العام للأسعار حيث بلغ معدل نمو الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ٢,٩%، ٣,١%، ٠,٦%، ٠,٧%، ١,٨% خلال الأعوام من ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠١ على التوالي. وقد جاء ذلك محصلة للعديد من العوامل أبرزها استمرار عمل الحكومة بسياسات الاستقرار الاقتصادي إلى جانب انخفاض الأسعار العالمية، هذا فضلاً عن القرارات الإدارية المتعلقة بتخفيض الحد الأعلى للرسوم الجمركية وضريبة المبيعات (البنك المركزي الأردني، ٢٠٠١).

منذ عام ٢٠٠٣ تشهد المملكة والدول المجاورة موجة تضخم عالية نسبياً، وقد أُلقت ظلالتها على المستهلكين، وصانعي السياسات المالية والنقدية. فقد ارتفع الرقم القياسي إلى ١,٦%، ٣,٤%، ٣,٥%، ٦,٣% خلال الأعوام من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٦. وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة قرار الحكومة برفع الدعم عن أسعار المشتقات النفطية، وكذلك ارتفاع الرقم القياسي لأسعار السكن وملحقاته، هذا فضلاً عن ارتفاع أسعار المواد الغذائية نتيجة فرض ضريبة المبيعات اعتباراً من مطلع عام ٢٠٠٤. إلا أن موجة التضخم بدت أكثر وضوحاً منذ عام ٢٠٠٦، ففي عام ٢٠٠٦ سجل الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعاً ملحوظاً بلغت نسبته ٦,٣% مقابل ارتفاع نسبته ٣,٥% عام ٢٠٠٥ وتعزى هذه الضغوط التضخمية إلى الصدمات الخارجية (من جانب العرض) والمتمثلة في ارتفاع أسعار النفط والمستوردات بالإضافة إلى الضغوط من جانب الطلب والمتمثلة بزيادة أسعار العقارات وخصوصاً بعد الحرب على العراق وما رافقه من تدفق رؤوس أموال ضخمة ساهمت بازدهار قطاع الإسكان والبورصة

إلا أن هذه التدفقات خلقت ضغوطاً تضخميةً مما ساهم بزيادة الضغط على قطاع الإسكان الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الإيجارات وأسعار العقارات وزيادة الطلب بشكل سريع (انظر الشكل رقم ٢).



### إجراءات الحد من التضخم:

ويمكن الحد من التضخم من خلال إجراءات السياستين المالية والنقدية:

#### السياسة المالية:

تقوم وزارة المالية بوضع السياسة المالية للدولة والتي تتحدد بموجبها مصادر الإيرادات واستخداماتها، وكذلك النفقات وأوجه صرفها. تعتبر الإيرادات والنفقات أدوات السياسة المالية. حيث تقوم السياسة المالية باستخدام أدواتها للحد من التضخم حيث أن:

أولاً: خفض الانفاق الحكومي وخصوصاً الانفاق المتعلق بالسلع الاستهلاكية والكمالية والحد من الاسراف والتبذير في القطاعات الحكومية وفي تنفيذ المشاريع التي تقوم بها الحكومة مع عدم المساس بأوجه الانفاق الذي يتعلق بزيادة الطاقة الانتاجية للاقتصاد يعتبر احد اهم السياسات المالية التي تهدف الى كبح جماح التضخم. (الشماع، ١٩٩٢).

ثانياً: زيادة حجم الضرائب، ومن المعروف ان الضرائب تتنوع وتفرض على شرائح معينة وكل فرض لضريبة يهدف لأثر معين على جهة معينة من اوجه الاقتصاد ، على سبيل المثال فان زيادة ضريبة الدخل تؤدي الى تقليص حجم الانفاق الاستهلاكي لدى الافراد، بينما زيادة الضرائب غير المباشرة على السلع والخدمات وخصوصاً السلع الكمالية يؤدي الى خفض الطلب على تلك السلع وقد ترى الحكومة بان الطلب مرتفع على هذه السلع وسياستها المالية تتطلب خفضه لكبح جماح التضخم.

ثالثاً: بيع السندات الحكومية (سندات الخزينة) بقصد امتصاص السيولة النقدية، ويجب ان يكون دوره مكمل للمعالجات السابقة والتي تهدف جميعها الى خلق التوازن بين تدفق السلع والخدمات وبين تدفقات الكتلة النقدية.

#### السياسة النقدية:

تتولى المصارف المركزية في الدول المختلفة وضع وتنفيذ السياسات النقدية باعتماد مجموعة من الأدوات الكمية والنوعية:

#### أولاً: الأدوات الكمية:

١. زيادة سعر إعادة الخصم: ومن النشاطات الاعتيادية التي تقوم المصارف التجارية بها: خصم الأوراق التجارية للأفراد وفي حالات أخرى تقوم بإعادة خصمها لدى البنك المركزي وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم بهدف التأثير في القدرة الائتمانية للمصارف من أجل تقليل حجم السيولة المتداولة في السوق ويعد هذا الإجراء واحداً من إجراءات مكافحة التضخم.

٢. دخول المصارف (البنوك المركزية) إلى الأسواق بائعة للأوراق المالية وذلك من أجل سحب جزء من السيولة المتداولة في السوق. أو ما يسمى بدخول السوق المفتوحة.

٣. زيادة نسبة الاحتياطي القانوني حيث تحتفظ المصارف التجارية بجزء من الودائع لدى البنوك المركزية وكلما ارتفعت هذه النسبة انخفضت القدرة الائتمانية لدى المصارف.

### ثانياً: الأدوات النوعية:

أما الأدوات النوعية فأنها تتلخص بطريقة الإقناع لمدراء المصارف التجارية والمسؤولين فيها عن الائتمان المصرفي، بسياسة الدولة الهادفة إلى خفض السيولة المتداولة في الأسواق، وهذه السياسة فعالة في الدولة النامية بشكل أكبر مما في دول أخرى.

### ثالثاً: معدلات الفائدة: Interest Rates:

غالباً ما تقترن معدلات الفائدة بمصادر التمويل المقترضة سواء أكانت هذه المصادر قصيرة، أم متوسطة، أم طويلة الأجل، إذ يخصص رأس المال في إطار النظرية المالية من خلال أسعار الفائدة، وتتفاوت هذه الأسعار حسب تفاوت آجال الاقتراض، فالفوائد على القروض قصيرة الأجل تكون أقل في حين تكون أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل مرتفعةً بينما أسعار الفائدة على القروض متوسطة الأجل تكون بين السعرين، (Weston,1996) وتزداد أسعار الفائدة عند تزايد الطلب على رؤوس الأموال الحاصل عند الرواج الاقتصادي.

وقد تتوفر فرص استثمارية يتشجع المستثمرون لاستغلالها. ولتوقعات المستثمرين أثر واضح في زيادة الطلب على رؤوس الأموال، إذ تتجه توقعاتهم إلى أن الحالة الاقتصادية في تحسن وأن رواجاً اقتصادياً سيؤدي إلى توفر فرص استثمارية متاحة أمام المستثمرين ولذلك يزداد الطلب على رؤوس الأموال وعلى شكل قروض قصيرة الأجل الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة القصيرة الأجل بشكل يفوق أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل؛

خلافاً للقاعدة التي تقول أن أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل أكثر من الفوائد على القروض قصيرة الأجل. (البسام، ١٩٩٩).

وتتأثر أسعار الفائدة بعدة عوامل، ويترتب على مؤثرات هذه العوامل أن يطلب المقرض (الدائن) علاوات تضاف إلى أسعار الفائدة الحقيقية ومن أبرز هذه العوامل معدل التضخم.

## الفصل الثالث

### القطاع المالي في الأردن

#### تطور القطاع المالي:

إن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد. فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقترضين، يشجع النظام المالي الادخار والاستثمار، ويحث أيضاً على التوجيه الأمثل للأموال المتوفرة للاستثمار. علاوة على ذلك، فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية الأخرى مثل تحويل الأموال، والضمانات، وإدارة المخاطر، والتخطيط المالي، وإدارة الاستثمار، والخدمات الاستشارية، التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي. وكنتيجة لرفع القيود وإزالة المعوقات في عدد كبير من الاقتصادات وخاصة النامية منها والتطورات السريعة في تقنية المعلومات ووسائل الاتصالات، فتح الاندماج العالمي للأسواق المالية، خلال العقدين الماضيين، آفاقاً جديدة لحشد الموارد المالية وتوظيف الأموال المتوفرة للاستثمار بفاعلية أكثر. إلا أن تزايد الاندماج المالي، في الوقت نفسه، أوجد مخاطر وتحديات جديدة. فعلى سبيل المثال، رغم أن التدفقات الرأسمالية الكبيرة قد تخفف من التمويل الخارجي لبلد ما، إلا أنها قد تؤثر أيضاً بصورة سلبية وحادة على استقراره الاقتصادي من خلال تأجيج التضخم ورفع أسعار الصرف الحقيقية إلى مستويات عالية لا يمكن دعمها، وبممارسة تأثير مريك جداً في حالة السحب المفاجئ للأموال نتيجة التحولات في ميول واتجاهات السوق التي لا تواكبها تغيرات مقابلة في الأسس الاقتصادية للبلد المضيف. إضافة إلى ذلك فإن الصدمات التي تحدث في سوقٍ ما يمكن أن تنتشر بسهولة إلى أسواق أخرى على غرار ما حدث في آسيا. ولذلك من الضروري أن يكون النظام المالي المحلي قوياً على نحو ملائم لمواكبة المخاطر المرتبطة بعملية العوامة بوجه عام والاندماج العالمي للأسواق المالية بوجه خاص.

## دور القطاع المالي في الاقتصاد:

إن للأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، وينتج عن إجراء مسح شامل للأدبيات المالية وجود أربعة قنوات أو آليات نقل رئيسة يؤدي فيها تطور القطاع المالي دوراً إيجابياً (Transmission Mechanisms) في الاقتصاد، وتتمثل هذه الوظائف في:

رفع معدلات الادخار من خلال توفير أدوات وأوعية ادخارية متنوعة من حيث السيولة والمخاطرة والربحية تلائم تفضيلات وقدرات مختلف المدخرين، ومن خلال توفير عوائد تنافسية للمدخر الوطني والأجنبي على حد سواء.

تحسين عوائد وكفاءة الاستثمارات الإنتاجية، إذ إن المؤسسات المالية الوسيطة، وبالاستعانة بمعلوماتها وخبراتها المترامية والواسعة حول فرص الاستثمار، هي أقدر من الأفراد على البحث عن أفضل البدائل الاستثمارية ومتابعة وإعادة تقييم عوائد هذه البدائل (بما في ذلك عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة وأداء مدرائها). وكنتيجة مباشرة لذلك يعمل النظام المالي المتطور على زيادة حصة الإدارات المختصة للنشاطات الإنتاجية عوضاً عن الاكتناز أو المضاربات أو الاستثمار في النشاطات الربعية ذات المردود الاجتماعي المحدود أو السلبي.

توفير التمويل لتأسيس المشاريع الاقتصادية الجديدة وتمويل التوسع القائم منها، علاوة على توفير السيولة لتمويل نشاطاتها في حالة العجز المالي المؤقت. فمن خلال الأسواق المالية المتطورة والسياسات المالية الفعالة تتم الاستعانة بمؤسسات متنوعة ومتخصصة لتوفير التمويل للمشاريع من كافة الأحجام (الأصغر حجماً Microfinance والصغيرة والمتوسطة SMEs والمشاريع الكبيرة Project Financing) وكافة القطاعات (زراعة وصناعة وتجارة واتصالات ونحوها)

ومختلف الأغراض (تمويل التأسيس، وتمويل رأس المال الثابت أو العامل، وتمويل رأس المال المادي أو البشري أو الفكري وما شابه). فالأسواق المالية تسمح بتحريك الأموال من الأشخاص الذين يملكونها وليس لديهم فرص استثمارية إلى أولئك الأشخاص الذين يملكون هذه الفرص، ومن خلال هذه الوظيفة تساهم الأسواق المالية في زيادة الإنتاج وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع (حنفي ٢٠٠٣).

الإدارة الكفؤة للمخاطر في النظام الاقتصادي، إذ يلعب النظام المالي المتطور دوراً مهماً في تقليل مخاطر النشاط الاقتصادي، ليس فقط من خلال نشاط قطاع التأمين، وإنما من خلال توفير المعلومات والمعرفة المتخصصة كذلك وتقليل كلفة البحث وتقييم المنشآت والمدراء وظروف السوق، إلى جانب تقليل المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات (Carosso ١٩٧٠).

### مكونات القطاع المالي والمصرفي في الأردن:

يضم القطاع المالي الأردني بوجه عام المؤسسات المالية والمصرفية وسوق رأس المال. وتشمل هذه المؤسسات وبصورة رئيسة البنك المركزي، ثلاثة وعشرين مصرفاً وخمس مؤسسات إقراض متخصصة. علاوة على ذلك، هناك ثمانية وثلاثون مؤسسة للصيرفة، تزاوّل بصورة رئيسة عمليات بيع وشراء النقد الأجنبي، وعدد كبير من وكلاء شركات التأمين الأجنبية. وهناك أيضاً بضع شركات صغيرة للتأجير المنتهي بالتمليك وإقراض المستهلكين. ويتكون سوق رأس المال من سوق الأوراق المالية الحكومية وسوق الأسهم. وفيما يلي نستعرض هيكل القطاع المالي في الأردن.

#### أ- هيكل القطاع المصرفي الأردني:

يعد القطاع المصرفي في أي دولة بمثابة المرآة الحقيقية لقلب الأداء الاقتصادي حيث يعتبر هذا القطاع من أكثر القطاعات التي تتجاوب سريعاً في اتجاه المتغيرات الاقتصادية وتحاول التكيف معها بسرعة. وقد كان للتطور الاقتصادي في المملكة الأردنية أثر واضح على تطور الجهاز المصرفي خلال العقدين الماضيين. حيث كان لكل مرحلة من المراحل ظروف ومناخ أثر كل منها على إنجاز الجهاز المصرفي. إن مفهوم الجهاز المصرفي مفهوم واسع يشتمل على عدد من المضامين والمعطيات.



وهو يشمل كافة المؤسسات، ومجموعة التشريعات التي يعمل في ظلها كل من البنك المركزي الأردني، والبنوك التجارية، والمؤسسات المالية غير المصرفية. أما القوانين والأنظمة التي يعمل في ظلها الجهاز المصرفي الأردني فتشمل قانون البنك المركزي الأردني، وقانون البنوك، وقانون مراقبة العملة الأجنبية، وقانون أعمال الصرافة، ونظام مكاتب التمثيل، كما يشمل مجموعة التعليمات الصادرة بموجب تلك القوانين والأنظمة.

ويتكون هيكل القطاع المصرفي في الأردن من:

**البنك المركزي الأردني:**

بدأ عمله في ١٩٦٤/١٠/١ بناء على توصية البنك الدولي عام ١٩٥٥، وخلفاً لمجلس النقد الأردني الذي تأسس في سنة ١٩٥٠، ويمثل البنك المركزي السلطة النقدية في المملكة وتتمثل أهداف البنك المركزي بالحفاظ على الاستقرار النقدي في المملكة، وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني ومن ثم تشجيع النمو الاقتصادي في المملكة وفق السياسة الاقتصادية، ويمكن إبراز وظائف البنك المركزي بما يلي:

إصدار وتنظيم النقد والمسكوكات في المملكة.

الاحتفاظ باحتياطي المملكة من الذهب والعملات الأجنبية وإدارته.

تقرير حجم النقد المتداول وتنظيم كمية الائتمان و نوعيته.

هـ- مقرض أخير للجهاز المصرفي.

و- العمل كبنك للحكومة.

مراقبة البنوك وتنظيم أعمالها.

## البنوك التجارية:

كانت البدايات الأولى للجهاز المصرفي الأردني عام ١٩٢٧، عندما بدأ البنك العثماني بالعمل كأول مصرف تجاري في عمان، ثم تلاه في عام ١٩٣٠ البنك العربي المحدود ثم تبعه البنك البريطاني للشرق الأوسط عام ١٩٤٩ كثاني بنك أجنبي ثم البنك العقاري المصري العربي كأول بنك تجاري عربي عام ١٩٥١. ارتفع عدد المصارف التجارية خلال الفترة ١٩٥٥-١٩٦٠ إلى ثلاثة مصارف أردنية، إضافة إلى بنك الرافدين كمصرف عربي، ثم ارتفع العدد ليصل عام ١٩٦٤ إلى ثمانية مصارف يتبعها ٢٢ فرعاً منتشرة في مناطق عديدة في الأردن (البنك المركزي، عدد خاص، ٢٠٠٤).

كما شهد القطاع المصرفي الأردني خلال فترة السبعينات نقلة نوعية وكمية ويعود ذلك للطفرة النفطية التي أدت بصورة غير مباشرة إلى زيادة حجم المدخرات والاستثمارات، فقد تم تأسيس عدة مصارف تجارية أردنية وأجنبية ليصبح عدد المصارف التجارية ١١ مصرفاً وارتفع عدد الفروع إلى ٩٢ فرعاً مع نهاية عام ١٩٧٩.

وتميزت فترة الثمانينات باتساع انتشار فروع المصارف التجارية مع استقرار عددها، ليصل اتساع الشبكة المصرفية إلى ١٧٩ فرعاً منتشرة في مناطق متعددة من المملكة، بينما ارتفع عدد المصارف التجارية في النصف الثاني من التسعينات إلى ١٤ مصرفاً تجارياً،

واتسعت الشبكة المصرفية إلى ٣٥٦ فرعاً، أما الفترة المتبقية حتى عام ٢٠٠٤، فقد تميزت بالاستقرار في عدد المصارف وانتشار الشبكة المصرفية إلى ما مجموعه ٤٥٢ فرعاً، وشكلت المصارف التجارية غير الأردنية ما نسبته ٣٥% تقريباً من إجمالي المصارف التجارية في الأردن عام ٢٠٠٤. كما ازداد عدد البنوك المرخصة ليصبح في عام ٢٠٠٦ ثلاثة وعشرين بنكاً، منها بنكان يعملان وفق تعاليم الشريعة الإسلامية وثمانية بنوك غير أردنية. أما عدد فروع البنوك المرخصة فقد وصل في أواخر عام ٢٠٠٦ إلى ٥١٥ فرعاً منتشرة في مدن وقرى المملكة. (البنك المركزي، عدد خاص، ٢٠٠٦).

تهدف المصارف التجارية إلى حماية الودائع والحصول على الأصول الثابتة وتدعيم ثقة المودعين والسلطات الرقابية في قدرة البنك على مواجهة المشكلات وتمثيل المالكين في إدارة المصرف، من خلال الوظائف التقليدية القديمة كقبول الودائع وتمويل العملاء تحت منهجية الربحية والسيولة والضمان وخلق النقود، بالإضافة إلى الوظائف الحديثة كتقديم خدمات استشارية للعملاء فيما يتعلق بأعمالهم ومشاريعهم وتحصيل الأوراق التجارية لصالح العملاء

وتقديم التمويل متوسط وطويل الأجل وإصدار الشيكات السياحية وشراء وبيع الأوراق المالية وحفظها لحساب العملاء وخدمات البطاقة الائتمانية وتأجير الخزائن الحديدية للعملاء وإدارة أعمال وممتلكات العملاء وتقديم خدمة الاعتمادات المستندية سواء كان من مقيم لصالح غير مقيم أو العكس وشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية وخدمة بطاقة الصراف الآلي.

وعلى الرغم من أن القطاع المصرفي الأردني هو أعمق الآن من أي وقت مضى، إلا أن صغر حجم الوحدات المصرفية ما زال يؤثر سلباً في تكلفة الإنتاج لدى المصارف، وفي قدرتها على زيادة الخيارات المتاحة للمدخرين والمستثمرين على حد سواء. كما أدى الازدحام في سوق محدودة، بسبب المبالغة في التفرع، إلى التأثير سلباً على الهوامش الربحية.

وعلى الرغم من الحاجة الملحة إلى وجود وحدات مصرفية أقل عدداً و أكبر حجماً، إلا أن ضرورات الاندماج لم تلق بعد رد الفعل المناسب، على الرغم من أنه سيكون من الصعب على وحدات الجهاز المصرفي الأردني، خاصة الصغيرة منها، الاستمرار في مثل هذا الوضع، أو الاستفادة من المزايا التي تتيحها عملية الانفتاح والتحرير التدريجي للقطاعات المالية الدولية، كما لن يكون باستطاعة العديد من هذه الوحدات العمل خارج الحدود التي أخذت تنفتح أمام الجميع. كما أن دخول المؤسسات المالية الأجنبية، بكل ما تملكه من موارد، ومعرفة، وتكنولوجيا، ومنتجات حديثة، وتقديمها للخدمات من خارج الحدود إلى السوق المحلية، سيشكل تحدياً حقيقياً، ومنافسة جدياً للمصارف الأردنية، لم تعد العدة المناسبة لمواجهتها. (البنك المركزي، عدد خاص، ٢٠٠٤).

## مصارف الاستثمار:

يهدف هذا النوع من المصارف إلى توفير التمويل السوقي طويل الأجل للمنشآت على اختلاف أنواعها من خلال التعامل في السوق الأولية لرأس المال، وقد أدى تأسيس سوق عمان المالي إلى وجود منشآت تختص بتقديم الخدمات الاستشارية. وتعمل المصارف الاستثمارية على تمويل المنشآت من خلال الاستثمار المباشر في رأسمالها

أو تقديم التمويل طويل الأجل، كما ويمكن لها تأسيس منشآت مستقلة أو تابعة، بالإضافة إلى تنظيم عملية الإصدارات الجديدة.

تأسس بنك الاستثمار العربي الأردني عام ١٩٧٨ كأول مصرف استثماري وأصبح إجمالي العدد ستة مصارف استثمارية مع نهاية عام ١٩٩٦، وخمسة مصارف استثمارية حتى عام ٢٠٠٤، بينما انخفض اتساع الشبكة المصرفية من ٨٣ فرعا عام ١٩٧٨ إلى ٤٦ فرعا عام ٢٠٠٣ على أثر أنهيانك عمان للاستثمار عام ١٩٩٧.

## المصارف الإسلامية:

تأسس البنك الإسلامي الأردني لتمويل الاستثمار كأول مصرف إسلامي في الأردن عام ١٩٧٩، وقد احتل المرتبة الثالثة على مستوى الجهاز المصرفي، سواء من حيث حجم المركز المالي أو من حيث أرصدة الودائع والقروض لديه، فقد بلغت نسبة التمويل إلى الودائع أكثر من ٧٥،٨% في حين لم يتجاوز الجهاز المصرفي الأردني ما نسبته ٦٠% (عيسى، ١٩٩٩).

قام البنك العربي عام ١٩٩٨ بترخيص بنك عمان للاستثمار تحت اسم البنك العربي الإسلامي الدولي، وقد انعكس تعدد المصارف الإسلامية واتساع الشبكة المصرفية على مستوى جودة الخدمات المقدمة من المصارف الإسلامية وزيادة جذب المدخرات من الفئة التي كانت ترفض التعامل مع المصارف التقليدية لأسباب دينية.

## تطور القطاع المصرفي الأردني:

شهد القطاع المصرفي الأردني تغيراً ملموساً، خلال العقد الماضي، على الصعيد الكمي والنوعي والمؤسسي والتشريعي والتنظيمي، وعلى صعيد السياسات النقدية. ويمكن تلخيص أهم تلك التغيرات بما يلي:

على الصعيد الكمي: ازداد عدد البنوك المرخصة من ١١ بنكاً عام ١٩٧٩ ليصبح ٢٣ بنكاً عام ٢٠٠٦، منها ٩٢ بنكان يعملان وفق تعاليم الشريعة الإسلامية وثمانية بنوك غير أردنية، وارتفع عدد البنوك المرخصة من ٩٢ فرع عام ١٩٧٩ إلى ٥١٥ فرع و ٩٢ مكتب تمثيل عام ٢٠٠٦ منتشرة في مختلف مناطق المملكة.

على الصعيد المؤسسي: أنشئت في المملكة العديد من المؤسسات غير المصرفية ومؤسسات الإقراض المتخصصة، فقد تم إنشاء مؤسسة الضمان الاجتماعي وصندوق توفير البريد ومؤسسة تنمية أموال الأيتام وصندوق التنمية والتشغيل والشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري. كما تم إنشاء مؤسسة ضمان الودائع عام ٢٠٠٠، لتشكل علامة بارزة على صعيد تطور الجهاز المصرفي الأردني.

على الصعيد التنظيمي: تعزز دور البنك المركزي كجهة رقابية وتنظيمية فهو الجهة التي تقوم بتسيير السياسة النقدية للمملكة ويعتبر الجهة المسؤولة حصراً عن إدارة السياسة النقدية، وعن الإشراف والرقابة على الجهاز المصرفي.

على الصعيد التشريعي: عمل البنك المركزي على تحديث التشريعات المنظمة للعمل المصرفي في الأردن بغرض مواكبتها لمستجدات الصناعة المصرفية على الساحة العالمية. فقد صدر قانون جديد للبنوك عام ٢٠٠٠ ليشكل نقلة نوعية لتطوير العمل المصرفي بما يتماشى مع المستجدات العالمية، وصدر قانون مؤسسة ضمان الودائع بنفس العام، وقانون التأجير التمويلي لسنة ٢٠٠٢، وقانون الدين العام وإدارته لسنة ٢٠٠١، وقانون المعاملات الالكترونية لسنة ٢٠٠١، وجرى تحديث مختلف التعليمات الصادرة عن البنك المركزي؛ فعلى صعيد السياسة النقدية: اعتمد البنك المركزي الأردني منذ عام ١٩٩٣ السياسة النقدية غير المباشرة الرامية إلى المحافظة على الاستقرار النقدي (المتتمثلة باستقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر صرف الدينار)، إلى جانب ضمان سلامة ومنعة الجهاز المصرفي الأردني ورفع سوية ممارساته المصرفية لتواكب أفضل التطبيقات العالمية.

## مؤشرات أداء الجهاز المصرفي:

يؤدي تطور القطاع المصرفي دوراً في تطور القطاع المالي باعتباره جزء منه، الأمر الذي يؤثر في تحفيز معدل النمو الاقتصادي في الأردن، ويعتبر معيار العمق المالي كمؤشر لحجم الوساطة المالية فكلما كانت النسبة أعلى توفر حجم نسبي أكبر للسيولة وعمق مالي أكبر؛ وبالتالي تطور أكبر في الجهاز المصرفي. ويكمن التعبير عن مؤشرات العمق المالي في الجهاز المصرفي من خلال مؤشرات السيولة المحلية التالية:

نسبة عرض النقد الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.

يعتبر مؤشر نسبة عرض النقد الواسع إلى الناتج المحلي أحد مؤشرات السيولة المحلية وكمؤشر لحجم الوساطة المالية، وخصوصاً تعبئة المدخرات والودائع في الأردن، من خلال مقارنة نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي بالنمو في الناتج المحلي الإجمالي نحصل على فكرة عن حجم العمق المالي، فكلما كانت قيمة المؤشر أكبر كان حجم السيولة المحلية تنمو بمعدل أكبر من نسبة نمو الناتج المحلي، وبالتالي يعكس هذا المؤشر عمقاً مالياً أكبر، والذي يظهر بالنظر إلى الجدول رقم (١) أن قيمة مؤشر نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي أكبر من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي منذ عام ١٩٧٨ ولغاية عام ٢٠٠٦، مما يعكس حجم سيولة محلية، ووساطة مالية وعمقاً مالياً أكبر، فقد تزايد العمق المالي طيلة فترة الدراسة ليزداد من ٢٩% عام ١٩٧٨ إلى ١٥٩% عام ٢٠٠٦.

كما يعد عرض النقد كمعيار لقياس حجم القطاع المالي، ذلك أن النظام المالي الصغير يمكن تعريفه بأنه النظام الذي يقل فيه عرض النقد بالمفهوم الواسع عن عشرة بلايين دولار، حيث بلغ عرض النقد الأردني نحو ١٤,١ بليون دينار أردني، أي ما يعادل ١٩,٩ بليون دولار عام ٢٠٠٦.

هناك أربع جهات تؤثر في عرض النقد، حيث يعتبر البنك المركزي الجهة الأكثر تأثيراً باعتباره جهة حكومية مستقلة تقوم بمراقبة النظام المصرفي وإعداد السياسات النقدية، يليها بنوك الإيداع (المصارف التجارية) باعتبارها مؤسسات مالية وسيطة تقبل الودائع من الأفراد والمؤسسات ومن ثم تقوم بإقراضها، لاتبعتها مجموعة المودعين من أفراد ومؤسسات تجارية يحتفظون بودائع لدى البنوك، وأخيراً مجموعة المقترضين من أفراد ومؤسسات يقومون بالاقتراض بصورة مباشرة من بنوك الإيداع أو عن طريق إصدار سندات تباع مباشرة في الأسواق المالية، وبذلك نجد أن البنك المركزي ليس الجهة الوحيدة المؤثرة على الودائع ومن ثم على عرض النقود، لهذا فإن قرارات البنوك فيما تحتفظ به من نقود في الخزنة وتفضيلات الأفراد لما يحتفظون به من سيولة كلها عوامل تؤثر على حجم الودائع لدى البنوك التجارية وبالتالي على عرض النقود.

ولقد بلغ نمو حجم السيولة المحلية بالمتوسط ١١٤ % للفترة ١٩٧٨-٢٠٠٦ مقارنة مع ما نسبته ٥,٨ % كمتوسط لنمو الناتج المحلي الإجمالي لتلك الفترة، مما يدل على التحسن المطرد في التعمق المالي للاقتصاد الأردني. (البنك المركزي الأردني، ٢٠٠٧).

جدول ١: مؤشر العمق المالي حسب نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأردن خلال الفترة

(٢٠٠٦-١٩٧٨)

مليون دينار

السنة	الناتج المحلي الإجمالي*	عرض النقد الواسع* M2	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)	العمق المالي (%)
١٩٧٨	2098.1	٦٠٦,٧	15.0	٢٨,٩٢
١٩٧٩	2534.6	٧٧٣,١	20.8	٣٠,٥٠
١٩٨٠	2818.1	٩٨٤,٨	11.2	٣٤,٩٥
١٩٨١	3302.2	١١٧٩,٩	17.2	٣٥,٧٣
١٩٨٢	3534.2	١٤٠٣,٣	7.0	٣٩,٧١
١٩٨٣	3455.8	١٦١٥,٢	-2.2	٤٦,٧٤
١٩٨٤	3604.1	١٧٥٧,٧	4.3	٤٨,٧٧
١٩٨٥	3506.5	١٨٧٤,٨	-2.7	٥٣,٤٧
١٩٨٦	3699.5	٢٠٧٢,٤	5.5	٥٦,٠٢
١٩٨٧	3785.5	٢٣٧٢,٢	2.3	٦٢,٦٧
١٩٨٨	3840.8	٢٦٤٦,٨	1.5	٦٨,٩١

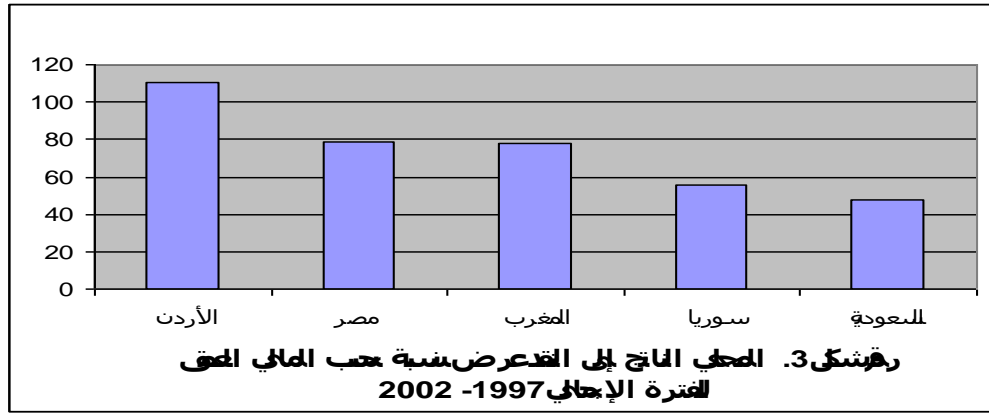


٨٦,٦٥	-10.7	٢٩٧١,١	3428.7	١٩٨٩
٩١,٣٢	-0.3	٣١٢٢,٦	3419.3	١٩٩٠
١٠٧	1.6	٣٧١٧,٥	3474.3	١٩٩١
١٠٥,٥٤	14.4	٤١٩٣	3972.9	١٩٩٢
١٠٧,٩٧	4.5	٤٤٨١,٨	4151	١٩٩٣
١١١,١	5.0	٤٨٤١,٥	4358.1	١٩٩٤
١١١,٥	6.2	٥١٥٩,٨	4627.7	١٩٩٥
١٠٩,٥٦	2.1	٥١٧٥,٣	4723.5	١٩٩٦
١١٤,٢٦	3.3	٥٥٧٦,٦	4880.5	١٩٩٧
١١٩,٨٦	3.0	٦٠٢٦,٣	5027.6	١٩٩٨
١٣٠,٢٣	3.1	٦٧٤٧,٦	5181.4	١٩٩٩
١٣٧,٨٤	4.1	٧٤٣٤,٧	5393.7	٢٠٠٠
١٣٩,٠٢	4.9	٧٨٦٦,١	5658.1	٢٠٠١
١٤١,٩٦	4.8	٨٤١٩,١	5930.6	٢٠٠٢
١٥٠,٢٢	٦,٢	٩٤٦٥,٧	٦٣٠١,٣	٢٠٠٣
١٤٦,٩٣	١٤,١	١٠٥٧١,٤	٧١٩٥,٠	٢٠٠٤
١٥٤,٩٤	١٠,٩	١٢٣٦٤,٠	٧٩٧٩,٧	٢٠٠٥
١٥٩,٣٨	١٠,٩	١٤١٠٩,٧	٨٨٥٣,٠	٢٠٠٦

\* تم قياس عرض النقد بالمفهوم الواسع، و الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة، سنة الأساس ١٩٩٤.

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة العيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي، ٢٠٠٤،

٢- السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، المجلد ٤١، العدد ١٢، ٢٠٠٦.



نلاحظ تميز القطاع المالي الأردني بالمرتبة الأولى في حجم الوساطة المالية لدى مقارنته مع مجموعة من الدول العربية.

نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتستخدم لقياس حجم القطاع المصرفي ومدى كفاءته في إقراض القطاع الخاص، حيث يقوم هذا المؤشر بقياس الموارد النقدية التي يتم توفرها للقطاع الخاص، على شكل قروض أو مشتريات سندات أو تسهيلات ائتمانية للتبادل التجاري وبقية الحسابات الأخرى التي ينتظر دفعها إلى القطاع الخاص. (Gregrio, 1995).

تعتبر التسهيلات الائتمانية مصدر دخل المصارف، نظراً للفوائد التي تتقاضاها نظير تقديمها هذه التسهيلات، وتقوم المصارف بالحصول على الأموال من المودعين وتقوم بتحويلها إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل للمقترضين الذين يحتاجون التمويل وإلى فترة أطول للوفاء بالالتزامات؛ لذلك تعتبر أحد مؤشرات العمق المالي.

يستطيع الجهاز المصرفي منح قروض لأي مقترض مقابل فتح حساب جاري لدى أحد المصارف باسم المقترض بمبلغ القرض، أو إضافته إلى حسابه إذا كان لدى المقترض حساب سابق لعملية الاقتراض لدى المصرف المقرض، ذلك أن أي عملية مصرفية كالإيداع النقدي من قبل الجمهور أو بيع سندات البنك المركزي تزيد من احتياطات المصارف بشكل نقد في الصندوق أو ودائع لدى البنك المركزي، فأنها تزيد في الواقع من إمكانيات الجهاز المصرفي في منح القروض، كما أن الاستيراد يقلل من احتياطات الجهاز المصرفي، بينما تساعد الصادرات على زيادتها.

بالنظر إلى جدول رقم (٢) نلاحظ تزايد حجم الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي من ٥٧١٢,٦ مليون دينار عام ٢٠٠٠ إلى ١١٧٠٣,٦ مليون دينار عام ٢٠٠٦، وتميز عام ٢٠٠٦ بمعدل نمو مرتفع لإجمالي الائتمان المحلي وصل إلى ١٥,٧%، حيث يتكون إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي من الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي والائتمان الممنوح من قبل البنوك المرخصة، حيث شكل الائتمان من قبل البنوك المرخصة النسبة الكبرى بمتوسط مقداره ٨٩,٧% من إجمالي الائتمان الممنوح من قبل الجهاز المصرفي، بينما شكل الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي النسبة المتبقية وهي ما نسبته بالمتوسط 9% للفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٦.

تعمل المصارف التجارية من خلال إصدار حقوق للمدخرين بشكل حسابات جارية أو توفير من جهة، وتمنح القروض لأشخاص آخرين من جهة ثانية، أي أنها تشتري حقوقاً مالية على المقترضين، وتكون قيمة القروض التي تمنحها المصارف التجارية تساوي المطلوبات الناشئة عن ذلك على المقترضين.

تكمن مهمة المصارف التجارية في التمويل المباشر، حيث يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة (المدخرة) إلى الوحدات المقرضة (المستثمرة) بدون تدخل أو إقراضها بطريقة غير مباشرة من خلال شراء السندات، بالإضافة إلى إمكانية الحصول على المعلومات اللازمة عن المقترضين والمدخرين بتكلفة أقل، مما يؤدي إلى منح قروض ذات تكلفة منخفضة.

تتأثر حجم التسهيلات بسياسة البنك المالية والإدارية في منح القروض التي تتوفر فيها شرط الضمان أكثر من القروض غير المضمونة، لقدرة المصارف على الحصول على معلومات كافية وشاملة، حيث توجهت سياسة المصارف منذ فترة الخمسينات إلى تقديم القروض القصيرة الأجل بدلاً من الطويلة الأجل نظراً لعدم وجود سلطة نقدية في البلاد توجه فعاليات تلك المصارف وتأثر النشاط المصرفي

جدول ٢: حجم إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٦)\*

السنة	إجمالي الائتمان المحلي (١)	معدل نمو الائتمان المحلي %	الائتمان من قبل البنك المركزي (٢)	الائتمان من قبل البنوك المرخصة (٣)	نسبة (١)/(٢) %	نسبة (١)/(٣) %
٢٠٠٠	٥٧١٢,٦	١,٩	٦٩٩,٥	٥٠١٣,١	١٢,٢	٨٧,٨
٢٠٠١	٦٣٦٢,٦	١١,٤	٦٩٢,٨	٥٦٦٩,٨	١٠,٩	٨٩,١
٢٠٠٢	٦٥٨٨,٤	٣,٥	٦١٢,٦	٥٩٧٥,٨	٩,٣	٩٠,٧
٢٠٠٣	٦٧١٢,٥	١,٩	٧٧٠,٢	٥٩٤٢,٣	١١	٨٩
٢٠٠٤	٧٨٠٤,٩	١٦,٣	٦٣٦,٧	٧١٦٨,٢	٨,٢	٩١,٨
٢٠٠٥	١٠١١٣,٣	٢٩,٦	٩٦٨,٥	٩١٤٤,٨	٩,٦	٩٠,٤
٢٠٠٦	١١٧٠٣,٦	١٥,٧	٢٢٢,٦	١١٤٨١,٠	١,٩	٩٨,١

\*القيمة بالمليون دينار أردني لإجمالي الائتمان المحلي و الائتمان من قبل البنك المركزي و البنوك المرخصة.

السلسلة الزمنية تبدأ من عام ٢٠٠٠ وذلك لعدم توفر البيانات.

تم حساب النسب المئوية التالية من قبل الباحث:

- نسبة (١)/(٢): نسبة الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي إلى إجمالي الائتمان المحلي.
  - نسبة (١)/(٣): نسبة الائتمان الممنوح من قبل البنوك المرخصة إلى إجمالي الائتمان المحلي.
- المصدر: ١- البنك المركزي، النشرة الإحصائية الشهرية، ٢٠٠٧.

ساهم قرار تأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض في زيادة حجم التسهيلات من خلال العمل على دعم قطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة بتقديمها ضماناتها للبنوك التجارية. اقتصر استثمارات المصارف في مجال التسهيلات سابقاً على القروض ثم تطورت الاستثمارات في مجال التسهيلات الائتمانية لتشمل ما يلي:

### التسهيلات الائتمانية المباشرة:

يتم تزويد المقترضين بالأموال اللازمة لتسهيل نشاطهم، على أن يتعهد المقترض بسداد تلك الأموال وفوائدها وما يترتب عليها من مصاريف وعمولات مقابل تقديم ضمانات معتمدة للمصرف (عواودة، ١٩٩٨).

تطور إجمالي التسهيلات الائتمانية المباشرة والممنوحة من قبل البنوك المرخصة من ١٥٣١,٧ مليون دينار عام ١٩٨٥ إلى ٩٧٦١,٩ مليون دينار عام ٢٠٠٦، أما معدلات النمو فقد أخذت في التزايد حتى بداية النصف الثاني من التسعينات لتبدأ بعدها بالانخفاض، حيث نمت التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل المصارف المرخصة بما نسبته ٧,٦% للفترة ١٩٨٥-٢٠٠٦، ويعزى تدني هذه النسبة مع مرور الزمن لدور البنك المركزي في تحديدها بما يتفق مع مصلحة الجهاز المصرفي، ونتبين ذلك بالنظر إلى الجدول رقم (٣).

تشتمل التسهيلات الائتمانية المباشرة على ثلاثة أنواع رئيسية هي:

**القروض والسلف:** وتتمثل في إعطاء المصرف المقترض مبلغ من المال على سبيل الدين وفق قواعد قانونية و ضمانات معتمدة وجدول زمني (عواودة، ١٩٩٨).

ولقد تطور إجمالي القروض والسلف من ٦٤٧,٣ عام ١٩٨٥ إلى ٧٧٢٢,١ مليون دينار عام ٢٠٠٦، كما ازدادت نسبة القروض و السلف إلى إجمالي التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك المرخصة مشكلةً ما نسبته ٤٢% تقريباً عام ١٩٨٥ لتصل هذه النسبة إلى ٧٩% تقريباً عام ٢٠٠٦، ويظهر ذلك من خلال الجدول رقم (٣).

الكمبيالات المخصصة: تكون الكمبيالات عبارة عن سلفة شخصية للمتعامل مقابل تعهده بدفع مبلغ معين للمصرف بعد مضي فترة محدودة، وهذا عادة ما يعرف باسم الخصم المصرفي، وقد تكون الكمبيالات على شكل خصم تجاري نتيجةً لعملية تجارية بين طرفين (عواودة، ١٩٩٨).

يتبين من خلال الجدول رقم (٣)، أن إجمالي الكمبيالات المخصصة تطور من ٢٥٥,٥ مليون دينار عام ١٩٨٥ إلى ٤٥٩,٣ مليون عام ٢٠٠٦، كما شكلت الكمبيالات المخصصة إلى إجمالي التسهيلات الائتمانية المباشرة ما نسبته ١٧% تقريباً عام ١٩٨٥ لتبدأ بالانخفاض عام ١٩٨٨ لتصل إلى ٥% تقريباً عام ٢٠٠٥، ويعزى ذلك إلى محدودية العائد وعدم حصول البنك على أي نوع عمولة وتواضع أحجام المبالغ المتداولة نسبياً من جهة، ومن جهة أخرى الإقبال على مجالات أخرى من التسهيلات الائتمانية الجاري مدين: يعرف الجاري مدين بأنه اتفاق بين البنك والعميل على أن يسحب العميل من الأموال التي يسمح له البنك بسحبها، على أن يكون حسابه مديناً لسقف أعلى متفق عليه خلال فترة زمنية معينة (عواودة، ١٩٩٦).

نلاحظ أن المصارف اتجهت منذ النصف الثاني من الثمانينات بالنظر إلى الجدول رقم (٣)، نحو زيادة حصة الجاري مدين من تسهيلات تمويل قطاع التجارة الداخلية والخارجية نظراً لارتفاع عنصر الربحية والأمان.

#### التسهيلات الائتمانية غير المباشرة:

من المعروف عن التسهيلات الائتمانية أنه لا يترتب عليها دفع نقدي بشكل مباشر إلى العميل، وتشمل التسهيلات غير المباشرة على ثلاثة أنواع كما يلي (الشطي، ١٩٩٦):

**الاعتمادات المستقلة:** يتعهد البنك بدفع مبلغ معين من المال للمقترض مقابل تقديم مستندات معينة، يمكن استخدام هذا النوع من التسهيلات في تمويل قطاع التجارة الخارجية، مقابل ضمان المصدر لحقه في استيفاء قيمة بضاعته نظراً لوجود تعهد غير قابل للنقض من قبل مصرف مستورد.

الكفالات: تعرف الكفالات بأنها تعهد كتابي يصدره المصرف مقابل أن يتعهد المقترض بأن يدفع مبلغ لا يتجاوز حداً معيناً لحساب طرف ثالث لقرض معين وقبل تاريخ محدد.

بطاقات الائتمان: تعرف بأنها بطاقات يصدرها المصرف لعملائه لتتيح لهم إما السحب النقدي أو تسديد ائتمان لسلع وخدمات مقابل ضمان لإصدارات هذه البطاقة، إضافة إلى استيفاء عمولات على إصدارها وفوائد على السحب النقدي، وتم اعتماد قانون المعاملات الإلكترونية عام ٢٠٠١.

### التأجير التمويلي:

يقوم المصرف بتمويل شراء الأصل وتأجيره للمقترض مع إعطائه حق تملك الأصل سواء كان فرداً أو مؤسسة مقابل دفعات محددة وفقاً لشروط معينة لذلك أنشئت الشركة العربية لتأجير الأجهزة والآليات التابعة إلى البنك العربي عام ١٩٩٦ لتمويل هذا النوع من التسهيلات الائتمانية (الحسيني، ١٩٩٩).

يعتبر مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية المقدمة من المصارف المرخصة بالنسبة لمجموع إجمالي ودائع المصارف المرخصة والتسهيلات المقدمة من البنك المركزي كأحد المؤشرات التي تعكس العمق المالي لأنه يعكس أهمية البنوك ودورها في منح التسهيلات مقارنة بإجمالي التسهيلات المالية الممنوحة من قبل القطاع المصرفي.

جدول ٣: حجم التسهيلات الائتمانية المباشرة و أنواعها الممنوحة من المصارف المرخصة في الأردن

للفترة (١٩٨٥-٢٠٠٦) \*

السنة	إجمالي التسهيلات المباشرة (١)	معدل نمو (١) %	القروض والسلف (٢)	الكمبيالات المخصصة (٣)	الجاري مدين (٤)	نسبة (١)/(٢) %	نسبة (٣)/(٤) %	نسبة (١)/(٣) %	نسبة (٤) %
١٩٨٥	١٥٣١,٧		٦٤٧,٣	٢٥٥,٥	٦٢٨,٩	٤٢,٣	١٦,٧	٤١,١	
١٩٨٦	١٤٤٢,٧	٥,٨-	٦٤٣,٥	٢٤٠,٢	٥٥٩	٤٤,٦	١٦,٦	٣٨,٧	
١٩٨٧	١٥١٣,١	٤,٩	٦٢٩,٧	٢٥٧,٥	٦٢٥,٩	٤١,٦	١٧,٠	٤١,٤	
١٩٨٨	١٦٣٤	٨	٧٣١,٥	٢٧٤,٦	٦٢٧,٩	٤٤,٨	١٦,٨	٣٨,٤	
١٩٨٩	١٧٢٩,٣	٥,٨	٨٦٠,٣	٢٨٢,١	٥٨٦,٩	٤٩,٨	١٦,٣	٣٣,٩	
١٩٩٠	١٨٦٣,٥	٧,٨	٩٦٢,٨	٢٦٨	٩٣٢,٧	٥١,٧	١٤,٤	٣٤	
١٩٩١	١٩٦٥,١	٥,٥	١٠٥٩,٥	٢٦٤	٦٤١,٦	٥٣,٩	١٣,٤	٣٢,٦	
١٩٩٢	٢٢١٨,٣	١٢,٩	١١٥٣,٥	٣٣٢,٨	٧٣٢	٥٢	١٥,٠	٣٣	
١٩٩٣	٢٧٤١,٢	٢٣,٦	١٣٨٩,٩	٣٧٠	٩٨١,٣	٥٠,٧	١٣,٥	٣٥,٨	
١٩٩٤	٣٢٤٨,٤	١٨,٥	١٧٢٨,١	٤١٩,١	١١٠١,٢	٥٣,٢	١٢,٩	٣٣,٩	
١٩٩٥	٣٧٠٥,٥	١٤,١	٢٠٦٤	٤٢٦,١	١٢١٥,٤	٥٥,٧	١١,٥	٣٢,٨	
١٩٩٦	٣٩٢٠,١	٥,٨	٢٢٦٥,٩	٤٣١,١	١٢٢٣,١	٥٧,٨	١١	٣١,٢	
١٩٩٧	٣٩٧٩,٧	١,٥	٢٣٤٠	٤٢١,٩	١٢١٧,٨	٥٨,٨	١٠,٦	٣٠,٦	
١٩٩٨	٤٢٨٥,٣	٧,٧	٢٥٤٧,١	٤٠٩,١	١٣٢٩,١	٥٩,٤	٩,٥	٣١,٠	
١٩٩٩	٤٤٦٦	٤,٢	٢٦٦٨,٥	٤٠٢,٦	١٣٩٤,٩	٥٩,٨	٩,٠	٣١,٢	



٣١,٢	٩,١	٥٩,٦	١٤١٩,٨	٤١٥,٣	٢٧١١,٤	١,٨	٤٥٤٦,٥	٢٠٠٠
٢٦,٣	٩,٧	٦٤,٠	١٢٤٠,٧	٤٥٥,٤	٣٠١٨,٦	٣,٧	٤٧١٤,٧	٢٠٠١
٢٤,١	٨	٦٧,٩	١١٧٤	٣٨٧,٢	٣٣٠٥,٥	٣,٢	٤٨٦٦,٧	٢٠٠٢
٢٣,٦	٦,٧	٦٩,٨	١١٧٢,٧	٣٣٠,٧	٣٤٦٩,١	٢,٢	٤٩٧٢,٥	٢٠٠٣
٢١,١	٥,٨	٧٣,١	١٢٥٠,٤	٣٤٤,١	٤٣٤٠,٣	١٩,٤	٥٩٣٤,٨	٢٠٠٤
٢٠,٣	٤,٦	٧٥,١	١٥٧٢,٩	٣٥٧,٥	٥٨١٣,٩	٣٠,٤	٧٧٤٤,٣	٢٠٠٥
١٦,٢	٤,٧	٧٩,١	١٥٨٠,٥	٤٥٩,٣	٧٧٢٢,١	٢٦,٠	٩٧٦١,٩	٢٠٠٦

\* القيمة بالمليون دينار أردني لإجمالي التسهيلات الائتمانية المباشرة، القروض والسلف، الكمبيالات المخصومة، والجاري مدين.

السلسلة الزمنية تبدأ من عام ١٩٨٥ وذلك نظراً لعدم توفر البيانات.

المصادر: ١- السنوات (١٩٩٥-١٩٨٥) البنك المركزي الأردني، عدد خاص ١٩٩٦.

٢- السنوات (١٩٩٦-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد

مختلفة.

بالنظر إلى الجدول رقم (٤)، نلاحظ أن نسبة التسهيلات الائتمانية المقدمة من المصارف المرخصة بالنسبة لمجموع إجمالي ودائع المصارف المرخصة والتسهيلات المقدمة من البنك المركزي قد زادت من ٥٥,٦% عام ٢٠٠٠ لتصل إلى ٧٧,٤% عام ٢٠٠٦.

بلغ متوسط نسبة التسهيلات الائتمانية المقدمة من المصارف المرخصة بالنسبة لمجموع إجمالي ودائع المصارف المرخصة والتسهيلات المقدمة من البنك المركزي ما نسبته ٦٢,٢% للفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٦، مما يعكس أهمية ودور المصارف في منح التسهيلات الائتمانية.

جدول ٤: حجم إجمالي الائتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي في الأردن للفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٦).

السنة	الائتمان من قبل البنوك المرخصة (١)	إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة (٢)	الائتمان من قبل البنك المركزي (٣)	(٤)=(٢)+(٣)	نسبة (٥) % = (٤)/(١)
٢٠٠٠	٥٠١٣,١	٨٢٢٤,٥	٦٩٩,٥	٩٠٢٤	٥٥,٦
٢٠٠١	٥٦٦٩,٨	٨٧٢١,٣	٦٩٢,٨	٩٥١٤,١	٥٩,٦
٢٠٠٢	٥٩٧٥,٨	٩٣٦٧,٧	٦١٢,٦	٩٩٨٠,٣	٥٩,٩
٢٠٠٣	٥٩٤٢,٣	٩٩٦٩,٤	٧٧٠,٢	١٠٠٤٦,٦	٥٩,٢
٢٠٠٤	٧١٦٨,٢	١١٥٦٤,١	٦٣٦,٧	١٢٢٠٠,٨	٥٨,٨
٢٠٠٥	٩١٤٤,٨	١٣١١٩,٣	٩٦٨,٥	١٤٠٨٧,٨	٦٤,٩
٢٠٠٦	١١٤٨١,٠	١٤٥٩١,٨	٢٢٢,٦	١٤٨١٤,٤	٧٧,٤

القيمة بالمليون دينار أردني لإجمالي الودائع في المصارف المرخصة، و الائتمان من قبل البنك المركزي و البنوك المرخصة. السلسلة الزمنية تبدأ من عام ٢٠٠٠ وذلك نظراً لعدم توفر البيانات.

م حساب من قبل الباحث ما يلي:

- المجموع (٤)=(٢)+(٣): إجمالي الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي+ إجمالي ودائع المصارف المرخصة.

- النسبة المئوية (٥) = (١)/(٤): نسبة الائتمان الممنوح من قبل البنوك المرخصة إلى إجمالي الائتمان الممنوح من البنك المركزي + إجمالي الودائع لدى المصارف

رخصة.

وكما هو واضح من خلال الجدول رقم (٥) نلاحظ تطور حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص من قبل البنوك المرخصة من ٣٠٨,٨ مليون دينار عام ١٩٧٨ إلى ١٠٠٣٤,٦ مليون دينار عام ٢٠٠٦، وقد تضاعف حجم التسهيلات الائتمانية المقدمة إلى القطاع الخاص بما يقارب عشرين مرة. وقد تميز عام ١٩٧٩ بارتفاع معدل نمو حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص من قبل البنوك المرخصة بما نسبته ٤٧% تقريباً، ثم نلاحظ بدء الانخفاض

ثم الارتفاع التدريجي في النصف الأول من التسعينات، ثم عاود معدل النمو بالانخفاض التدريجي من النصف الثاني من التسعينات حتى عام ٢٠٠٤، ثم أخذت النسبة بالتذبذب بين الارتفاع ثم الانخفاض . كما يتبين بالنظر إلى الجدول (٥)، أن نسبة حجم التسهيلات الائتمانية الموجهة إلى القطاع الخاص من قبل البنوك المرخصة إلى إجمالي الناتج المحلي، التي تعتبر أحد المؤشرات التي تعكس العمق المالي ويبين لنا حجم دور المصارف في تحويل القطاع الخاص خلال فترة الدراسة (١٩٧٨-٢٠٠٦) بالإضافة إلى الارتفاع التدريجي من ١٥% تقريباً عام ١٩٧٨ إلى ١٣٣% تقريباً عام ٢٠٠٦، لتعكس هذه النسبة أهمية البنوك ودورها المتزايد في تمويل نشاطات القطاع الخاص.

جدول ٥: التسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف المرخصة للقطاع الخاص للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)

(٢٠٠٦)\*

السنة	التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل نمو التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص %	نسبة التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص / الناتج المحلي %
1978	308.8	2098.1		14.7
1979	437.4	2534.6	41.6	17.3
1980	532.1	2818.1	21.7	18.9
1981	676.3	3302.2	27.1	20.5
1982	822.7	3534.2	21.6	23.3
1983	965.4	3455.8	17.3	27.9
1984	1099.7	3604.1	13.9	30.5
1985	1157.2	3506.5	5.2	33.0

33.9	8.3	3699.5	1252.9	1986
34.6	4.5	3785.5	1309.2	1987
36.9	8.3	3840.8	1418.3	1988
44.1	6.6	3428.7	1511.5	1989
48.1	8.8	3419.3	1644.7	1990
٤٨,١	٧,٣	٣٤٧٤,٣	١٧٦٤,٣	١٩٩١
٥٠,٨	١٣,٦	٣٩٧٢,٩	٢٠٠٤,٧	١٩٩٢
٥٠,٥	٣٤,٦	٤١٥١	٢٦٩٧,٧	١٩٩٣
٦٥,٠	١٤,٨	٤٣٥٨,١	٣٠٩٧,٩	١٩٩٤
٧١,١	١٣,٢	٤٦٢٧,٧	٣٥٠٥,٩	١٩٩٥
٧٥,٨	٥,٧	٤٧٢٣,٥	٣٧٠٥,٩	١٩٩٦
٧٨,٥	١,٤	٤٨٨٠,٥	٣٧٥٩,٥	1997
٧٧,٠	٨,١	٥٠٢٧,٦	٤٠٦٢,٣	1998
٨١,٧	٤,٢	٥١٨١,٤	٤٢٣٤	١٩٩٩
٧٨,٨	٠,٣٢	٥٣٩٣,٧	٤٢٤٧,٩	٢٠٠٠
٨٣,٨	١١,٦	٥٦٥٨,١	٤٧٤٠,٢	٢٠٠١
٨٢,٣	٣,٠	٥٩٣٠,٦	٤٨٨١,٨	٢٠٠٢
٨٢,٤	٣,٤	٦١٢٣,٥	٥٠٤٦,٥	٢٠٠٣
101.9	28.6	7979.7	8132.4	2005

\* المبلغ بالمليون دينار أردني.

\*\* الناتج المحلي الإجمالي لسنة الأساس ١٩٩٤.

المصادر:

١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة العيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي، ٢٠٠٤. النشرة

الإحصائية، المجلد ٤١- العدد ١٢، ٢٠٠٥.

٢- السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

## موجودات البنوك المرخصة:

تعتبر نسبة موجودات البنوك المرخصة المحلية إلى مجموع موجودات الجهاز المصرفي المحلي أحد مؤشرات العمق المالي، التي تعكس حجم الوساطة المالية وتتكون موجودات الجهاز المصرفي من موجودات المصارف المرخصة وموجودات البنك المركزي، ويقاس هذا المؤشر مدى مساهمة المصارف في تخصيص مدخرات المجتمع مقارنة بما يؤديه البنك المركزي في المجال نفسه.

تطورت موجودات الجهاز المصرفي من ٦٤٣,٣ مليون دينار عام ١٩٧٨ إلى ١٩٣٩٦ مليون دينار عام ٢٠٠٦، أما موجودات البنوك المرخصة التي تعتبر جزءاً منها فقد وصلت إلى ١٨٠٣٤ مليون دينار عام ٢٠٠٦، مقارنة بـ ٥٦١ عام ١٩٧٨، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول رقم (٦).

شكلت نسبة موجودات البنوك المرخصة إلى مجموع موجودات الجهاز المصرفي ما نسبته ٨٣% تقريباً للفترة ١٩٧٨-٢٠٠٦، والتي تزايدت مع نهاية السبعينات لتتخفض بعد ذلك للفترة من عام ١٩٨٠ وحتى عام ١٩٩٠، لتبدأ بعدها التزايد التدريجي حتى عام ٢٠٠٣ إثر تراجع أعداد العاملين الأردنيين في الخليج، باستثناء عام ٢٠٠٤ نظراً للظروف السياسية التي كانت تحيط بالمنطقة، ثم عاودت الارتفاع التدريجي، مما يعكس أهمية مساهمة المصارف المرخصة في تخصيص المدخرات.

جدول ٦: موجودات الجهاز المصرفي الأردني و مكوناته للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)\*

السنة	موجودات الجهاز المصرفي	موجودات البنك المركزي	موجودات البنوك المرخصة	نسبة موجودات المصارف المرخصة / موجودات الجهاز المصرفي %
١٩٧٨	٦٤٣,٣	٨٢,٣	٥٦١	٨٧,٢
١٩٧٩	٨٢٦,٨	٨٥,٩	٧٤٠,٩	٨٩,٦
١٩٨٠	١٠٢٥,٧	١٦٠,٤	٨٦٥,٣	٨٤,٤
١٩٨١	١٢٨٣,٩	١٩٧,٦	١٠٨٦,٣	٨٤,٦
١٩٨٢	١٥٩٣,٣	٣١٧,٣	١٢٧٦	٨٠,١
١٩٨٣	١٨٨٢,٣	٣٥,٩	١٥٣١,٤	٨١,٤
١٩٨٤	٢١٤٠	٣٦٣,١	١٧٧٦,٩	٨٣,٠
١٩٨٥	٢٣٦٤,٧	٣٨٥	١٩٧٩,٧	٨٣,٧
١٩٨٦	٢٦٢١,١	٤١٨,٦	٢٢٠٢,٥	٨٤,٠
١٩٨٧	٢٩٥٧,٦	٥٣٩,٤	٢٤١٨,٢	٨١,٨
١٩٨٨	٣٤٠٢,٣	٨٥٤,٤	٢٥٤٧,٩	٧٤,٩
١٩٨٩	٤٢٧٩,٦	١٣٥٧,٥	٢٩٢٢,١	٦٨,٣
١٩٩٠	٤٣٤٥,٧	١٣٠١,٤	٣٠٤٤,٣	٧٠,١
١٩٩١	٤٦٦٢,١	١٠٧٠	٣٥٩٢,١	٧٧,٠
١٩٩٢	٥٠٠٧	١٠٢٠,٧	٣٩٨٦,٣	٧٩,٦
١٩٩٣	٦٢٨٧,٧	١١٠٠,٥	٥١٨٧,٢	٨٢,٥

## مستويات معدل الفائدة:

يعتبر معدل الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية، وتمثل الفائدة النقدية الذي يحصل عليه المقرض أو تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأموال سائلة، حيث يعكس معدل الفائدة السائد في السوق مفاضلة بين القوة الشرائية الحالية والقوة الشرائية المستقبلية، لأن معدل الفائدة يمثل سعراً للاتمان ويؤدي دوره كبقية الأسعار في توزيع الأموال بين الاستخدامات المختلفة في الحاضر والمستقبل (عمر، ٢٠٠٠).

كما يعتبر معدل الفائدة أحد المؤشرات النقدية التي تهدف إلى قياس العمق المالي، ذلك أن زيادة معدل الفائدة على الودائع تؤدي إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطات إضافية سائلة، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض نسبة الاحتياطات إلى الودائع تحت الطلب، فالعلاقة عكسية بين انخفاض نسبة الاحتياطات إلى الودائع تحت الطلب ومعدل الفائدة.

كما أن هذه العلاقة العكسية يمكن تحليلها من خلال نظرية الطلب على الأصول، وتنص النظرية على أن الطلب على أصل من الأصول سيرتفع في حالة زيادة العائد المتوقع عليه مقارنة بالعائد المتوقع لأصل آخر، فزيادة معدل الفائدة السائد سيؤدي إلى زيادة العائد المتوقع من الإقراض مقارنة بالعائد على الاحتياطات الإضافية، مؤدياً إلى انخفاض نسبة الاحتياطات إلى الودائع تحت الطلب.

نتبين من الجدول (٧) أن معدل الفائدة على الودائع في الأردن قد ارتفع في فترة الثمانينات مقارنة مع فترة السبعينات، ليتم تحرير معدلات الفائدة عام ١٩٨٨ وتركها تتحدد طبقاً لقوى العرض والطلب مما ساهم في تضيق الفجوة بين معدلات الفائدة ومعدلات التضخم من جهة،

ومن جهة أخرى فإن وجود معدل فائدة حقيقي قد ساعد القطاع المالي وعلى وجه الخصوص البنوك في جذب المدخرات المالية، التي تم تحويلها إلى قروض لقطاعات الأعمال المختلفة لاستثمارها في العديد من المشروعات.

كما نتبين من الجدول السابق أن معدل الفائدة على الودائع ورغم هبوطها منذ عام ١٩٩٩ تميل إلى كونها مرتفعة ومحفزة للادخار المحلي واستقطاب حركة رأس المال من الخارج، ويظهر ذلك من خلال مقارنة معدل الفائدة على الودائع في الأردن مع معدل الفائدة على الودائع في مجموعة من الدول العربية،

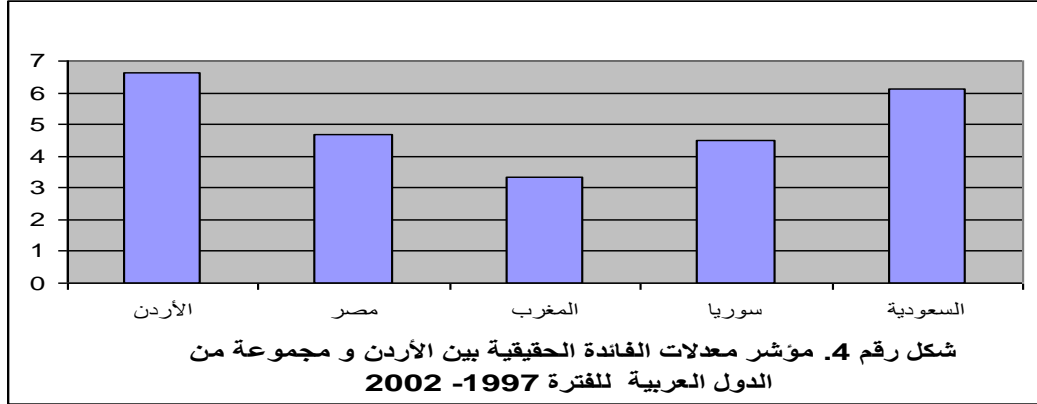
وذلك بالنظر إلى الجدول رقم (٧)، حيث انخفض متوسط معدل الفائدة على الودائع في الأردن من ٤,١٧% عام ١٩٧٨ إلى ١,٢% عام ٢٠٠٤ ليكون بالمتوسط ٤,٢% خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٦.

جدول ٧ : معدلات الفائدة الحقيقية في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

المتوسط	لأجل	توفير	تحت الطلب	السنة
٤,١٧	٥,٥	٥	٢	١٩٧٨
٤,١٧	٥,٥	٥	٢	١٩٧٩
٤,٣٣	٦	٥	٢	١٩٨٠
٤,٣٣	٦	٥	٢	١٩٨١
٥	٦	٥	٤	١٩٨٢
٦,٠٨	٨	٦,٢٥	٤	١٩٨٣
٦,٤٢	٨,٥	٦,٧٥	٤	١٩٨٤
٦,٤٢	٨,٥	٦,٧٥	٤	١٩٨٥
٥,٤٢	٧,٥	٥,٧٥	٣	١٩٨٦
٥,٤٢	٧,٥	٥,٧٥	٣	١٩٨٧
n/a	n/a	n/a	n/a	١٩٨٨
n/a	n/a	n/a	n/a	١٩٨٩
٥,٠٣	٨,٢٣	٥,١٨	١,٦٩	١٩٩٠
٤,٧٩	٧,٨٢	٥	١,٥٤	١٩٩١
٤,٢٣	٦,٩٥	٢,٠١	٠,٧٤	١٩٩٢
٤,٣٠	٦,٨٧	٥,١٤	٠,٨٨	١٩٩٣
٤,٤٨	٧,٣٣	٤,٩٦	١,١٥	١٩٩٤
٤,٦٧	٧,٩٧	٥,٠١	١,٠٤	١٩٩٥
٥,٠٩	٨,٨٥	٥,٢٢	١,١٩	١٩٩٦
٥	٨,٩١	٤,٧٩	١,٢٧	١٩٩٧
٤,٧٥	٨,٣٣	٤,٥٦	١,٣٥	١٩٩٨
٤,٥١	٧,٨٩	٤,١٩	١,٤٦	١٩٩٩
٣,٨٤	٦,٥٥	٣,٧٦	١,٢	٢٠٠٠
٣,٠٥	٥,١٩	٢,٩١	١,٠٦	٢٠٠١
٢,٢٤	٣,٩٧	١,٨٤	٠,٩١	٢٠٠٢



\* تم تمثيل معدلات الفائدة الحقيقية بمعدلات الفائدة على الودائع.  
المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية العالمية.



### الدور الاقتصادي للجهاز المصرفي الأردني:

تطور القطاع المصرفي الأردني تطوراً ملحوظاً في السنوات السابقة بتنظيم أعمال التحويل الإلكتروني للأموال وزيادة عدد المصارف واتساع الشبكة المصرفية. ويؤدي الجهاز المصرفي دوره الاقتصادي في تفعيل الاستثمارات من خلال نوعين من سياسات التمويل كما يلي:

التمويل من خلال الائتمان.

تقدم المصارف القروض على اختلاف آجالها لتمويل الاستثمارات، حيث توجهت المصارف بداية الخمسينات إلى تقديم القروض قصيرة الأجل لدعم قطاع التجارة الخارجية، وتم زيادة الطلب على القروض طويلة الأجل والمتوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات في القطاعات الإنتاجية كالزراعة والصناعة، لتؤدي المصارف دور المساعد في تغطية التمويل المقدم من قبل مؤسسات الإقراض المتخصصة.

وتطورت القروض طويلة الأجل من خلال ظهور قروض الجاري مدين والذي يمكن من خلالها تحديد قيمة الاقتراض بحد أعلى وخلال فترة زمنية معينة، ذلك أن معظم التمويل المصرفي تركز في التمويل القصير الأجل، حيث تقوم بعض المؤسسات بالتوجه للاقتراض من المصارف بهدف تمويل رأسمالها العامل وبالتالي تعمل المصارف على منح المؤسسات قروضاً قصيرة الأمد تتناسب مع الهدف المراد تمويله كما ساعدت مقدرة المصارف على التغلب على مخاطر الائتمان كالتقلبات في معدل الفائدة في زيادة حجم القروض الممنوحة من خلال منح القروض ذات الفائدة المتغيرة، ومن خلال التوزيع والتنويع القطاعي والجغرافي.

ولما للمصارف من دور بتمويل مختلف أنواع الأنشطة التي تمارسها المؤسسات، فقد تم تقسيم القطاعات الاقتصادية إلى أربعة قطاعات هي قطاع الزراعة، قطاع الصناعة والتغذية، قطاع الإنشاءات وقطاع الخدمات الذي يشمل (التجارة، وخدمات النقل والسياح، ومؤسسات مالية وأصحاب المهن الأخرى). نلاحظ من الشكل رقم (٥)، التطور في التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية المباشرة للمصارف المرخصة حسب القطاعات كما يلي: (نشرات البنك المركزي، اعداد مختلفة)

بلغ متوسط الأهمية النسبية للتسهيلات الائتمانية المباشرة في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦) ٢,١% لقطاع الزراعة، و١٣,٣% لقطاع الصناعة، و١٨,٤% لقطاع الإنشاءات و٦٦,٢% لقطاع الخدمات. ضعف التسهيلات الائتمانية الموجهة نحو قطاع الزراعة بسبب التذبذبات الحادة في الإنتاج الزراعي نظراً للتقلبات المناخية، ومحدودية الأراضي القابلة للزراعة، وصغر حجم الحيازة، ومحدودية المصادر المائية المتوفرة للأغراض الزراعية، بالإضافة إلى ضعف الإرشاد وتدني كفاءة النظام التسويقي، وبروز المنافسة أمام المنتجات الزراعية الأردنية، وعزوف الأيدي العاملة المحلية عن العمل في هذا القطاع، وتدني مستوى الربح في القطاع الزراعي، وبالتالي زيادة مخاطر الائتمان وعدم السداد، وقد انعكس ذلك على مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الإجمالي، على الرغم من أن القطاع الزراعي يشكل الدخل الرئيسي لحوالي ١٥% من سكان الأردن، ويوفر حوالي ٦٢ ألف فرصة عمل وبنسبة ٦% من حجم القوى العاملة الأردنية.

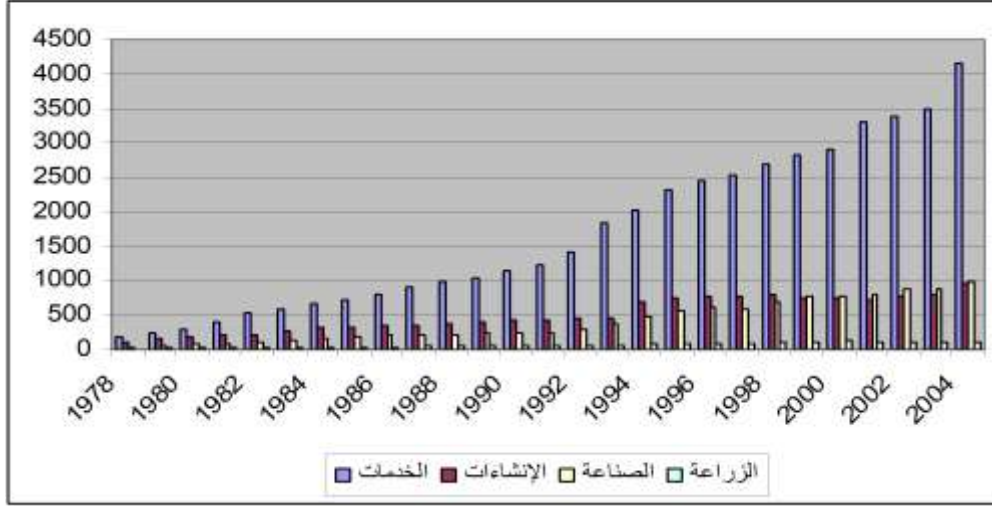
أن هناك تدنياً في حجم التسهيلات الائتمانية الموجهة نحو قطاع الصناعة والتي بلغت ١٣,٣%، نظراً لتأثر القطاع الصناعي بالمنافسة من الصناعات الأجنبية، وضعف الموارد الأولية، وضيق السوق المحلي، ونقص الخدمات الصناعية الفنية والتسويقية، وكذلك ضعف الإنفاق على التطوير والتدريب، وضعف أنظمة المعلومات المتوفرة، وارتفاع كلفة التمويل ورؤوس الأموال اللازمة لإنشاء وتطوير المشاريع الصناعية، وتدني القيمة المضافة للنتاج الصناعي التحويلي، وتدني الإنتاجية وارتفاع كلفة مستلزمات الإنتاج من الخدمات المقدمة للصناعة، وضعف نسبة الاستثمار الأجنبي والعربي في القطاع الصناعي. نلاحظ الارتفاع في حجم التسهيلات الائتمانية المقدمة لقطاع الإنشاءات، التي وصلت إلى ما متوسطه ١٨,٤% نظراً لزيادة الطلب على الإنشاءات من جهة، وإعطاء القطاع الخاص الحق باستخدام النماذج والمعايير التي طورتها المؤسسة العامة للإسكان والتطوير الحضري وإزالة المعوقات من أمام القطاع الخاص لزيادة استثماراته الموجهة لذوي الدخل المحدود ووضع نظام للدعم الإسكاني بمراجعة القوانين والأنظمة المتعلقة بسوق التمويل الإسكاني ومراجعة الإعفاءات الضريبية على فوائد القروض السكنية عند تحديد ضريبة الدخل والسماح للمؤسسات المصرفية بتوفير قروض سكنية من جهة أخرى. إن النسبة الكبرى من التسهيلات التمويلية المقدمة من المصارف المرخصة للاستثمار كانت موجهة نحو قطاع الخدمات التي تشمل التجارة والمؤسسات المالية وأصحاب المهن الأخرى والسياحة والنقل وغيرها والتي بلغت بالمتوسط ٦٦,٢%، حيث توجه الأردن نحو تشجيع القطاع الخاص لزيادة دوره في القطاعات الخدمية من خلال استراتيجيه التخاصية وتعزيز الشراكة بين القطاع العام والخاص في تطوير الأنشطة السياحية وزيادة القدرة التنافسية بتحفيز الاستثمارات.

### التحويل من خلال الاستثمار المباشر:

يأتي الاستثمار بالأوراق المالية في البورصة بالدرجة الثانية من حيث أهمية مجال استثمار موارد البنك المالية بعد القروض، مما جعل المصارف تستخدم محافظ الأوراق المالية لمواجهة الظروف الطارئة نظراً لمرونتها، حيث يستطيع المصرف أن يبيع جزءاً من الأوراق المالية لمواجهة الأزمة التي يمر بها، والتي تدعى باسم الاحتياطات الثانوية.

تقوم المصارف باستخدام محافظ الأوراق المالية إما كاستثمار مباشر بالأوراق المالية المدرجة في السوق الأولية من خلال الاكتتاب بها، وبذلك تعتبر أداة تمويل للجهة المصدرة للأوراق المالية، أو من خلال استخدام الأوراق المالية التي تم تداولها في السوق الثانوية كأداة استثمار مالي من قبل الجهاز المصرفي، لا يترتب عليها إي تدفق لمصدري هذه الأوراق.

يسعى الجهاز المصرفي إلى تكوين محفظة أوراق مالية مثلى تحقق له أعلى عائد وأدنى مستوى مخاطرة، من خلال أسلوبين للاستثمار في المحافظ المالية يتميز الأول بالتنوع للتقليل من مخاطر المحفظة المالية، ويتميز الثاني بالاستثمار في المحفظة بناءً على عدم وجود علاقة بين العوائد التي تحققها مكوناتها، وبالتالي تتدنى مخاطر المحفظة المالية.



الشكل ٥. الأهمية النسبية لتوزيع إجمالي التسهيلات الائتمانية للمصارف المرخصة في الأردن

حسب القطاعات للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

المصدر: البنك المركزي، عدد خاص، دائرة الأبحاث، ٢٠٠٤. نشرة البنك المركزي ٢٠٠٨.

## سوق رأس المال في الأردن:

يشكل السوق المالي في الأردن المرتبة الثانية من حيث الوزن النسبي في الهيكل المالي الأردني. ويعتبر تطوير سوق رأس المال من الخطوات البارزة على طريق تطوير الجهاز المالي في الأردن، وذلك بغرض تحقيق استغلال أفضل للموارد المالية من خلال حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية. ويمكن تقسيم مراحل تطور سوق رأس المال في المملكة إلى ثلاث مراحل وعلى النحو التالي:

١- المرحلة الأولى: وهي مرحلة السوق غير المنظم، حيث تعود بداياتها إلى فترة الثلاثينات من القرن الماضي وحتى إنشاء سوق عمان المالي في أواخر السبعينات، حيث كان يتم تداول أسهم الشركات المساهمة العامة عن طريق بعض المكاتب العقارية والوسطاء غير المتفرغين، فضلاً عن وجود سوق ثانوي غير منظم لتداول السندات الحكومية منذ إصدارها في مطلع السبعينات وحتى تأسيس سوق عمان المالي.

وتجدر الإشارة إلى أنه لم تكن هنالك أسعار معلنة لعمليات بيع وشراء الأسهم خلال هذه الفترة، الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع الكلفة على المتعاملين المتداولين بالأسهم بالإضافة إلى تذبذب وتفاوت أسعار البيع والشراء بشكل كبير.

٢- المرحلة الثانية والتي تمتد منذ إنشاء سوق عمان المالي في عام ١٩٧٨ وحتى عام ١٩٩٧. فقد أظهرت نتائج الدراسات التي قام بها البنك المركزي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية في أواسط السبعينات الحاجة الملحة إلى إنشاء بورصة للأوراق المالية كخطوة ضرورية لتطوير سوق رأس المال في الأردن. وعلى أثر ذلك، وبالتعاون فيما بين البنك المركزي والحكومة بوشر التحضير لإنشاء

سوق عمان المالي (بورصة عمان في الوقت الراهن). وبناءً على ذلك صدر القانون المؤقت رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ والذي تم بموجبه إنشاء سوق عمان المالي. وقد باشر السوق أعماله في مطلع عام ١٩٧٨ كمؤسسة مالية لها شخصيتها الاعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري. وقد أنشأ نظراً لزيادة حجم حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وارتفاع حجم المساعدات والاستثمارات الموجهة للأردن، بالإضافة إلى زيادة الوعي المالي والادخاري وقد تمثلت أبرز أهداف السوق في تنمية المدخرات المحلية، وتعبئة الموارد الاقتصادية المتاحة، وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني، علاوة على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

المرحلة الثالثة: وهي مرحلة إعادة هيكلة سوق رأس المال. ففي منتصف عام ١٩٩٧ صدر قانون جديد يسمى قانون الأوراق المالية يهدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال واستكمال البنية التحتية له، بما يكفل الارتقاء بكفاءته وفاعليته ومواكبته للتطورات المتسارعة في أسواق المال العالمية. وقد نص هذا القانون على فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي للسوق والذي أنيط بالقطاع الخاص. وفي ضوء ذلك، تم تشكيل هيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال (هيئة الأوراق المالية)، في حين تم تحويل سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) ومركز إيداع الأوراق المالية لتداران من قبل القطاع الخاص.

أما الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي فهي كما يلي (الشمري وآخرون، ١٩٩٩):  
 الأسهم: المشاركة في الملكية كونها تمثل حق ملكية أو حصة في رأسمال الشركة وأصولها، ويتم التداول من خلال الوحدة التي تحوي إما ٥٠٠ أو ١٠٠٠ سهم.  
 السندات: أداة دين بموجب عقد بين الجهة المقترضة والجهة المقرضة، بحيث تقوم الجهة المقترضة برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها.

وفي عام ١٩٩٧ تم إعادة هيكلة سوق رأس المال وتطويره واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية لتحقيق الشفافية والعدالة والكفاءة وسلامة التعامل بالأوراق المالية بتشكيل هيئة الأوراق المالية لتعمل كهيئة رقابية حكومية من خلال تزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية والتفتيش المستمر على شركات الخدمات المالية والرقابة اليومية على البورصة وحماية المستثمرين بالتأكد من قدرة شركات الوساطة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه العملاء، بالإضافة إلى حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها وتنظيمه وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

أما الجهات الخاضعة لهيئة الأوراق المالية فتشمل ما يلي:

#### بورصة عمان:

صدر قانون إنشاء سوق تداول الأوراق المالية في آذار عام ١٩٩٩، كسوق مالي بديل لسوق عمان المالي باسم بورصة عمان، حيث تتألف عضويتها من الوسطاء الماليين بهدف فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي والذي تُرك للقطاع الخاص، وتعتبر بورصة عمان الجهة المنظمة والمراقبة لعمليات التداول بالأوراق المالية من خلال توفير البيئة المناسبة لتفاعل قوى العرض

والطلب على الأوراق المالية ومراقبة وتنظيم وتسجيل وتسوية عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ومراقبة حركة أسعارها، ومتابعة مدى تطبيق الوسطاء لإجراءات التداول وتدقيق العقود المبرمة في السوق وتسجيلها في سجلات السوق وإرسالها إلى أقسام المساهمين بالشركات وتوزيعها على الوسطاء ليقوموا بدورهم بتوزيعها إلى عملائهم وتحصيل الرسوم والعمولات الموجبة على عمليات انتقال ملكية الأوراق المالية ومراقبة ومتابعة نشاطات شركات الوساطة للتأكد من سلامة وصحة عملياتها، ومتابعة سوق السندات في الأردن لزيادة نشاطه وتوفير التسهيلات الفنية والوظيفية لتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين.

## صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار المشترك بأنها محافظ استثمارية مشتركة يقوم على إدارتها أشخاص مؤهلون لتوفير الإدارة المهنية للاستثمارات الجماعية نيابة عن حملة الأسهم أو الوحدات الاستثمارية في ذلك السوق، والتي تعتمد على تجميع الأموال واستثمارها بشكل جماعي بالأوراق المالية، وتكون مسؤولية مالكي الوحدات الاستثمارية في الصندوق بمقدار حصصهم في رأس المال، شريطة أن لا يقل رأس مال الصندوق عن ٥٠٠ ألف دينار أردني.

تحصل صناديق الاستثمار على تمويلها عن طريق بيع أسهم للأفراد ومن ثم استخدام المحصل من الأموال للاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم والسندات، مما يسمح لصغار المدخرين بتجميع مدخراتهم وشراء كمية أكبر من الأدوات المالية، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف هذه العمليات عليهم وتخفيض المخاطر نظراً لتنوع استثماراتها، ويستطيع المساهمون بيع ما يملكونه في أي وقت نظراً لتمييز الأدوات المالية بأمنها وارتفاع سيولتها، بالإضافة إلى دفع العوائد على هذه الأدوات إلى المساهمين بالصندوق.

أما شركة الاستثمار فتعرف بالشركة التي يكون نشاطها الاستثمار بالأوراق المالية والاتجار بها أو الشركة التي تمتلك ما يزيد عن ٥٠% من مجموع موجوداتها على شكل أوراق مالية.

## مركز إيداع الأوراق المالية:

تم إنشاؤه في عام ١٩٩٩ لتعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر، وجذب رؤوس الأموال والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول من خلال بناء سجل مركزي لحفظ الأوراق المالية وتسجيل وإيداع الأوراق المالية المصدرة ونقل ملكية الأوراق المالية، وإجراء التقاص للأوراق المالية بحساب صافي حقوق التزامات أطراف التداول الناشئة عن أي عقد تداول.



### شركات الخدمات المالية:

يمثل شركات الخدمات المالية شخص يمارس عمل أو أكثر من أعمال الوساطة المالية أو أي نشاط تحدده هيئة الأوراق المالية، ويمارس نشاطه في السوق الثانوية إما لصالح عملائه أو لصالحه شخصياً من خلال تفعيل آلية السوق وقوى العرض والطلب، التي تتمثل في توفير السيولة اللازمة للسوق المالي والمحافظة على استقرار الأسعار وحجم التداول وتوازن السوق.

### صندوق ضمان التسوية:

تم تأسيس صندوق ضمان التسوية بتاريخ ٢٠٠٤/١٢/٣١، حيث تتكون مساهمة الوسيط في صندوق ضمان التسوية من كفالة بنكية واجبة الدفع فوراً ومساهمة نقدية بهدف تغطية العجز في رصيد الأوراق المالية، الذي يظهر لدى الوسيط البائع والوسيط المشتري للأوراق المالية.

### تطور هيكل سوق رأس المال في الأردن:

ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق من ٥٧ شركة في نهاية عام ١٩٧٨ إلى ٢٢٧ شركة في نهاية عام ٢٠٠٦. كما ارتفع حجم التداول من ٥,٦ مليون دينار خلال عام ١٩٧٨ إلى نحو ١٤,٢ مليار دينار عام ٢٠٠٦. وتجدر الإشارة إلى أن التداول بأسهم الشركات كان يتم من خلال ثلاث أسواق هي: السوق الأول والسوق الثاني والسوق الثالث، إلا أنه واعتباراً من مطلع تموز ٢٠٠٤ تم إعادة هيكلة السوق بموجب تعليمات جديدة ليصبح تداول أسهم الشركات من خلال سوقين فقط هما السوق الأول والسوق الثاني. وتبعاً لذلك، انتقلت الشركات المدرجة في السوق الثالث إلى السوق الثاني، وبذلك أصبح عدد الشركات المدرجة أسهمها للتداول ٢٧٢ شركة.

وبناءً على التعليمات الجديدة، اقتصر التداول بالأسهم في السوق الأول على الشركات التي لا تقل نسبة الأسهم الحرة عن ٥% للشركات التي يزيد رأسمالها عن ٥٠ مليون دينار و ١٠% للشركات التي يقل رأسمالها عن هذا الحد، ويكون قد مضى عام على إدراجها في السوق الثاني، وأن يكون صافي حقوق المساهمين يساوي رأس المال المدفوع، فضلاً عن تحقيق الشركة لأرباح قبل الضريبة في سنتين ماليتين خلال السنوات الثلاث الأخيرة، وأن لا يقل عدد المساهمين عن ١٠٠ مساهم، ولا يقل عدد أيام التداول عن ٢٠% من أيام التداول خلال الإثني عشر شهراً الأخيرة. أما بالنسبة للشركات غير المدرجة في السوق الأول فيتم تنظيم تداول أسهمها في السوق الثاني، و الجدير بالذكر، أن التداول في أسهما يتم من خلال وسطاء ماليين مرخصين من قبل هيئة الأوراق المالية.

أما على صعيد التطورات التقنية، وبهدف رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية في إطار من الشفافية والأمان، علاوة على توفير درجة عالية من المرونة والمعلومات المتنوعة للوسطاء لتمكينهم من معرفة أوضاع الشركات المتداولة بشكل جلي، فقد تم البدء بتطبيق "التداول الإلكتروني" في البورصة اعتباراً من شهر آذار ٢٠٠٠. ومنذ ذلك الوقت، تم التوقف عن التعاملات اليدوية سواء المتعلقة بالأسهم أو السندات أو صناديق الاستثمار.

كما تم تطبيق نظام "التداول عن بعد" بهدف تسهيل عملية التداول ورفع كفاءة الوسطاء العاملين في البورصة فضلاً عن توفير المزيد من المرونة واليسر لعمليات التداول. وبهذا، فقد أصبح بإمكان الوسطاء المرخصين تداول الأوراق المالية المدرجة من أماكن تواجدهم ودون الحاجة إلى التواجد الفعلي داخل قاعة التداول الإلكتروني. وبالإضافة إلى ما تقدم، فقد تم تشغيل نظام "شبكة المعلومات الداخلية" بالبورصة وربط جميع شركات الوساطة العاملة في البورصة وموظفي البورصة مع هذه الشبكة لتوفير المعلومات والتخاطب ما بين البورصة والوسطاء والموظفين. كما أنشأت البورصة موقعاً على شبكة الأنترنت بغرض إيصال المعلومات الضرورية للمستثمرين والمهتمين أينما كانوا.

من جهة أخرى، فإن سوق السندات لا يزال في مراحله الأولى حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالمصارف أو المساهمات الشخصية. وبالرغم من اعتماد الحكومة في الآونة الأخيرة على إصدار سندات لتمويل العجز في الموازنة العامة. إلا أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات حال دون تداولها في السوق. ويلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل المصارف وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وتحفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحول دون طرحها للتداول مما انعكس على ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية، (صندوق النقد العربي، 2000).

### تطور بورصة عمان للأوراق المالية:

إن وجود الأسواق المالية من متطلبات التطور الاقتصادي والمالي، حيث استطاعت بورصة عمان أن تنمو بشكل متسارع منذ بدأت عام ١٩٧٨، ويتمثل هذا النمو في ازدياد عدد الشركات المساهمة التي أدرجت اسماءها في بورصة عمان للأوراق المالية وعدد الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية. يمكن التعرف على أوجه تطور بورصة عمان للأوراق المالية من خلال المؤشرات التي تقيس مدى اختراق سوق الأوراق المالية للاقتصاد الأردني، فازدياد هذه النسب يعني وجود هيكلية متطورة وراسخة لسوق الأوراق المالية، وهي كما يلي:

### حجم التداول:

يعرف بأنه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة عمان للأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال السنة، حيث يعكس قوة سوق رأس المال وحجم نشاط السوق، فتدل زيادة حجمه على تفاؤل المستثمرين وانخفاضه على تشاؤمهم مما يؤدي إلى تصفية استثماراتهم (طريف، ٢٠٠٦).

نلاحظ من الجدول (٨) تطور حجم التداول منذ عام ١٩٧٨ من ٥,٦ مليون دينار ليصل إلى ١٤٢٠٥,٠ مليون دينار عام ٢٠٠٦، حيث بدأ حجم التداول خلال الفترة ١٩٧٨ - ١٩٨٣ بالارتفاع التدريجي نتيجة لتحسين الأوضاع الاقتصادية، التي أدت إلى أحداث تغيرات على نشاط السوق وجعلته أكثر أهمية بالنسبة للنشاط الاقتصادي المحلي، نظراً لدوره في عملية جذب الأموال وتوظيفها، وفي عام ١٩٨٤ انخفض حجم التداول بشكل مفاجئ ليصل إلى ٥٩,٣ مليون دينار محققاً نمو نسبته ٥٨%، نظراً لانخفاض حجم المساعدات المالية العربية وحوالات العاملين الأردنيين في الخارج. أما الفترة من عام ١٩٨٥-١٩٨٧ فقد ارتفع حجم التداول نتيجة السياسة الحكومية لتشجيع الصادرات عن طريق فرض رسوم حماية على السلع الأردنية ودعم قطاع الإنتاج المحلي، إضافة إلى تشجيع تدفق الاستثمارات إلى الأردن والحصول على مساعدات من الدول العربية والأجنبية، وفي عام ١٩٨٨ انخفض حجم التداول إلى ١٣٢,٦ مليون دينار أو ما نسبته ٣,٥% بسبب انهيار قيمة الدينار، مما أدى إلى قيام الحكومة بتقديم الحماية الجمركية لبعض الصناعات وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار الأردني وتعويم معدلات الفائدة، ومن ثم عاود حجم التداول بالانخفاض ليصل إلى ٢٦٨,٩ مليون دينار أو ما نسبته ٢٧% تقريباً عام ١٩٩٠ نظراً للظروف الاقتصادية التي مرت بها المنطقة. بينما حقق حجم التداول ارتفاعاً بما قيمته ٨٨٧ و ٩٦٨,٦ مليون دينار خلال الأعوام ١٩٩٣، ١٩٩٢، نظراً لزيادة حجم الاستثمارات على أثر عودة العاملين الأردنيين، أما خلال الفترة ١٩٩٤-١٩٩٦ فنلاحظ انخفاض في حجم التداول ليصل إلى ٤٩٥,١ و ٤١٩,٠ و ٢٤٨,٦ مليون دينار أو ما نسبته ٤٩%، ١٥%، ٤١% على التوالي نظراً للتوسع في السوق الأولية، مما أدى إلى سحب جزء من السيولة المستمرة في السوق الثانوية. وفي عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ تحقق ارتفاع في حجم التداول مسجلاً ما قيمته ٣٥٥,٢ و ٤٦٤,٤ مليون دينار أو ما نسبته ٤٢,٩% و ٣٠,٧% على التوالي، وذلك بسبب توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية، مما ساهم في ازدياد حجم الاستثمارات لغير الأردنيين، وصدور قانون الأوراق المالية وتحرير التجارة وإزالة العوائق الجمركية.

أما عامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ فقد انخفض حجم التداول ليصل إلى ٣٨٩,٥ و ٣٣٤,٧ مليون دينار على التوالي مسجلاً معدلات نمو سالبة ومتناقصة لتصل إلى -١٦,١% و -١٤,١% في حين عاد حجم التداول ليرتفع تدريجياً خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٦، ليصل إلى ١٤٢٠,٥ مليون دينار عام ٢٠٠٦ أو ما نسبته ٧٤,٢%، نتيجة الخصخصة والتوسع في الاستثمار.

يعتبر مؤشر حجم التداول إلى الناتج المحلي مؤشراً للعمق المالي في سوق المالي ومدى سيولتها، حيث بدأت هذه النسبة تزداد تدريجياً من 0,٣% عام ١٩٧٨ لتصل إلى ١٦٠% تقريباً عام ٢٠٠٦، لتبين مدى اختراق بورصة عمان للأوراق المالية للاقتصاد الأردني ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي. (نشرات البنك المركزي، اعداد مختلفة)

#### جدول ٨: حجم التداول في بورصة عمان للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)\*

السنة	حجم التداول	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل نمو حجم التداول %	نسبة حجم التداول / الناتج المحلي %
١٩٧٨	٥,٦	٢٠٩٨,١		٠,٢٧
١٩٧٩	١٥,٨	٢٥٣٤,٦	١٨٢,١	٠,٦٢
١٩٨٠	٤١,٤	٢٨١٨,١	١٦٣,٠	١,٥
١٩٨١	٧٥,٤	٣٣٠٢,٢	٨٢,١	٢,٣
١٩٨٢	١٢٨,٣	٣٥٣٤,٢	٧٠,٢	٣,٦
١٩٨٣	١٤١,٤	٣٤٥٥,٨	١٠,٢	٤,١
١٩٨٤	٥٩,٣	٣٦٠٤,١	٥٨,١-	١,٦
١٩٨٥	٦٦,٧	٣٥٠٦,٥	١٢,٥	١,٩
١٩٨٦	٦٩,٥	٣٦٩٩,٥	٤,٢	١,٩

٣,٩	١١٣,٢	٣٧٨٥,٥	١٤٨,٢	١٩٨٧
٣,٥	١٠,٥-	٣٨٤٠,٨	١٣٢,٦	١٩٨٨
١٠,٧	١٧٧٧,٢	٣٤٢٨,٧	٣٦٧,٦	١٩٨٩
٧,٩	٢٦,٨-	٣٤١٩,٣	٢٦٨,٩	١٩٩٠
٨,٧	١٢,٦	٣٤٧٤,٣	٣٠٢,٨	١٩٩١
٢٢,٣	١٩٢,٩	٣٩٧٢,٩	٨٨٧,٠	١٩٩٢
٢٣,٣	٩,١٩	٤١٥١	٩٦٨,٦	١٩٩٣
١١,٤	٤٨,٩-	٤٣٥٨,١	٤٩٥,١	١٩٩٤
٩,١	١٥,٤-	٤٦٢٧,٧	٤١٩,٠	١٩٩٥
٥,٣	٤٠,٧-	٤٧٢٣,٥	٢٤٨,٦	١٩٩٦
٧,٣	٤٢,٩	٤٨٨٠,٥	٣٥٥,٢	١٩٩٧
٩,٢	٣٠,٧	٥٠٢٧,٦	٤٦٤,٤	١٩٩٨
٧,٥	١٦,١-	٥١٨١,٤	٣٨٩,٥	١٩٩٩
٦,٢	١٤,١-	٥٣٩٣,٧	٣٣٤,٧	٢٠٠٠
١١,٨	٩٩,٨	٥٦٥٨,١	٦٦٨,٧	٢٠٠١
١٦,٠	٤٢,١	٥٩٣٠,٦	٩٥٠,٣	٢٠٠٢
٣٠,٣	٩٥,٢	٦١٢٣,٥	١٨٥٥,٢	٢٠٠٣
٥٣,٧	١٠٤,٥	٧٠٦٠,٩	٣٧٩٣,٢	٢٠٠٤
٢١١	٣٤٤,٧	٧٩٧٩,٧	١٦٨٧١,٠	٢٠٠٥
١٦٠	٧٤,٢	٨٨٥٣,٠	١٤٢٠٥,٠	٢٠٠٦

\* المبلغ بالمليون دينار أردني لحجم التداول و الناتج المحلي الإجمالي.

\*\* الناتج المحلي الإجمالي لسنة الأساس ١٩٩٤.

المصدر: السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة العيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤. السنوات (٢٠٠٦-٢٠٠٣) البنك المركزي الأردني.

## أما أدوات التداول في بورصة عمان للأوراق المالية فهي كما يلي:

- ١- التمويل بالأسهم العادية: إن الشركات المساهمة العامة الأردنية تعتمد على التمويل بالأسهم بنسبة كبيرة مقارنة بلجوئها إلى إصدار السندات، حيث بلغ حجم التداول في سوق الأسهم حوالي ٩٠% من إجمالي حجم التداول بالمتوسط خلال فترة الدراسة ببورصة عمان (طريف، ٢٠٠٦).
  - ٢- التمويل بالسندات: بدأ التداول بالسندات في عام ١٩٧٩، حيث بدأ التداول بها من خلال سوق منفصل ويتم نشر تداول السندات يومياً من خلال نشرات التداول، كما أن لجوء الشركات المساهمة إلى إحلال السندات محدود؛ حيث بلغ حجم التداول في سوق السندات أقل من ١٠% بالمتوسط لفترة الدراسة من إجمالي حجم التداول في بورصة عمان (طريف، ٢٠٠٦).
- يعود انخفاض نسبة التداول بالسندات إلى القوانين التي كانت تلزم الشركات بضمان السندات قبل مضيها بإجراءات الإصدار، وأن لا تزيد قيمة هذه السندات عن قيمة رأسمال الشركة المدفوع، كما أن قيام المصارف بتقديم القروض طويلة الأجل قد ساهم من ناحية أخرى في تخفيض نسبة التداول بالسندات.

جدول ٩: مقارنة مؤشر حجم التداول في سوق رأس المال بين الأردن ودول عربية لعام ٢٠٠٠

الدولة	حجم التداول	الناتج المحلي الإجمالي	نسبة حجم التداول / GDP %
الأردن	٤٠٦	٨٤٤٩,٦	٤,٨
البحرين	٢٤٥	٧٩٧١,١	٣,١
السعودية	١٧٣١٣	١٧٣١٠٨,٢	١٠
الكويت	٤٢٠٨	٣٧٨٠٥,٧	١١
المغرب	١٢١١	٣٢٨٥٨,٠	٣,٧
تونس	٦٨٧	١٩٣٧٢,٤	٣,٥
لبنان	١١٨	١٦٤٨٩,٦	٠,٧٢
مصر	١١٧٩٩	٩٥٩٢٢,١	١٢,٣

\*المبلغ بالمليون دولار لقيمة التداول و الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.  
تم الاعتماد على بيانات عام ٢٠٠٠ وذلك نظراً لتوفر البيانات في هذه السنة

وبالرجوع إلى الجدول (٩) نلاحظ أن مؤشر حجم التداول نسبةً للناتج المحلي الإجمالي يميل إلى كونه مرتفعاً نسبياً لدى مقارنته بمجموعة من الدول العربية حيث حقق المرتبة الرابعة بعد مصر والكويت والسعودية .

#### معدل القيمة السوقية:

تعرف القيمة السوقية للسهم بأنها سعر إغلاق سهم شركة ما في نهاية العام، حيث تعتبر القيمة السوقية أحد مؤشرات سوق رأس المال التي تعكس العمق المالي ودرجة السيولة لبورصة عمان (البنك المركزي، ٢٠٠٦).

تطورت القيمة السوقية من ٢٨٦,٢ مليون دينار عام ١٩٧٨ إلى ٢١ مليار دينار أردني تقريباً عام ٢٠٠٦، ونلاحظ أن معدلات النمو للقيمة السوقية كانت تتذبذب بين الارتفاع والانخفاض،

ويعزى ذلك إلى التطورات السياسية في المنطقة فيما يتعلق بمفاوضات السلام وتطورات الأزمة العراقية الكويتية والحصار الاقتصادي المفروض على العراق وانعكاساته السلبية على الأردن، ويمكن متابعة ذلك من خلال النظر إلى الجدول رقم (١٠). يعتبر معيار حجم التداول إلى القيمة السوقية مؤشراً للسيولة في بورصة عمان للأوراق المالية ليقاس العمق المالي الذي يعكس حجم التداول بالنسبة إلى بورصة عمان، حيث ارتفعت هذه النسبة تدريجياً لتصل إلى ٦٧% عام ٢٠٠٦؛ مما يعكس ضعف مؤشر السيولة في سوق الأوراق المالية، وتميز عام ١٩٩٢ بارتفاع هذه النسبة إلى ٣٩% تقريباً،

ويعزى ذلك إلى زيادة الاستثمارات الموجهة من قبل المدخرين الأردنيين إثر عودتهم من الخليج بعد حرب عام ١٩٩٠. كما أن هناك معياراً آخر هو حجم القيمة السوقية للناتج المحلي الإجمالي ليعكس العمق المالي للسيولة، حيث ارتفعت هذه النسبة بين ١٤% تقريباً عام ١٩٧٨ إلى ٢٨٠% لعام ٢٠٠٦.



## جدول ١٠ : إجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦)\*

السنة	القيمة السوقية	حجم التداول	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل نمو القيمة السوقية %	حجم التداول / القيمة السوقية	القيمة السوقية / الناتج المحلي %
١٩٧٨	٢٨٦,١	٥,٦	٢٠٩٨,١		٢,٠	١٣,٦
١٩٧٩	٤٥٢,٣	١٥,٨	٢٥٣٤,٦	٥٨,١	٣,٥	١٧,٨
١٩٨٠	٤٩٥,٥	٤١,٤	٢٨١٨,١	٩,٦	٨,٤	١٧,٦
١٩٨١	٨٣٤,٦	٧٥,٤	٣٣٠٢,٢	٦٨,٤	٩,٠	٢٥,٣
١٩٨٢	١٠٣٤,٨	١٢٨,٣	٣٥٣٤,٢	٢٤,٠	١٢,٤	٢٩,٣
١٩٨٣	١٠٥٣,٤	١٤١,٤	٣٤٥٥,٨	١,٨	١٣,٤	٣٠,٥
١٩٨٤	٩١١,٧	٥٩,٣	٣٦٠٤,١	١٣,٥-	٦,٥	٢٥,٣
١٩٨٥	٩٢٦,٩	٦٦,٧	٣٥٠٦,٥	١,٧	٧,٢	٢٦,٤
١٩٨٦	٨٩١,٨	٦٩,٥	٣٦٩٩,٥	٣,٨-	٧,٨	٢٤,١
١٩٨٧	٩٢٩,٤	١٤٨,٢	٣٧٨٥,٥	٤,٢	١٥,٩	٢٤,٦
١٩٨٨	١١٠٤,٧	١٣٢,٦	٣٨٤٠,٨	١٨,٩	١٢,٠	٢٨,٨
١٩٨٩	١٤٠٠,٤	٣٦٧,٦	٣٤٢٨,٧	٢٦,٨	٢٦,٢	٤٠,٨
١٩٩٠	١٢٩٣,٢	٢٦٨,٩	٣٤١٩,٣	٧,٧-	٢٠,٨	٣٧,٨
١٩٩١	١٧٠٧,١	٣٠٢,٨	٣٤٧٤,٣	٣٢,٠	١٧,٧	٤٩,١
١٩٩٢	٢٢٩٥,٦	٨٨٧,٠	٣٩٧٢,٩	٣٤,٥	٣٨,٦	٥٧,٨

٨٣,٤	٢٨,٠	٥٠,٩	٤١٥١	٩٦٨,٦	٣٤٦٣,٩	١٩٩٣
٧٨,٢	١٤,٥	١,٦-	٤٣٥٨,١	٤٩٥,١	٣٤٠٩,٣	١٩٩٤
٧٥,٥	١٢,٠	٢,٥	٤٦٢٧,٧	٤١٩,٠	٣٤٩٥,٤	١٩٩٥
٧٣,٣	٧,٢	١,٠-	٤٧٢٣,٥	٢٤٨,٦	٣٤٦١,٢	١٩٩٦
٧٩,١	٩,٢	١١,٦	٤٨٨٠,٥	٣٥٥,٢	٣٨٦٢,٠	١٩٩٧
٨٢,٧	١١,٢	٧,٦	٥٠٢٧,٦	٤٦٤,٤	٤١٥٦,٦	١٩٩٨
٧٩,٩	٩,٤	٠,٥-	٥١٨١,٤	٣٨٩,٥	٤١٣٧,٧	١٩٩٩
٦٥,١	٩,٥	١٥,٢-	٥٣٩٣,٧	٣٣٤,٧	٣٥٠٩,٦	٢٠٠٠
٧٩,١	١٤,٩	٢٧,٦	٥٦٥٨,١	٦٦٨,٧	٤٤٧٦,٧	٢٠٠١
٨٤,٨	١٨,٩	١٢,٣	٥٩٣٠,٦	٩٥٠,٣	٥٠٢٩,٠	٢٠٠٢
١٢٦,٩	٢٣,٩	٥٤,٦	٦١٢٣,٥	١٨٥٥,٢	٧٧٧٢,٨	٢٠٠٣
١٨٤,٥	٢٩,١	٦٧,٧	٧٠٦٠,٩	٣٧٩٣,٢	١٣٠٣٣,٨	٢٠٠٤
٣٣٤,١	٦٣,٢	١٠٤,٥	٧٩٧٩,٧	١٦٨٧١,٠	٢٦٦٦٧,١	٢٠٠٥
٢٨٠,١	٦٧,٤	٢٠,٩-	٨٨٥٣,٠	١٤٢٠٩,٩	٢١٠٧٨,٢	٢٠٠٦

\* المبلغ بالمليون دينار أردني لحجم التداول و الناتج المحلي الإجمالي.

\*\* الناتج المحلي الإجمالي لسنة الأساس ١٩٩٤.

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة عيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤.

٢- السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

كما احتل الأردن المرتبة الأولى لعام ٢٠٠٥ بين خمسة عشر دولة عربية مما جعل بورصة عمان تصنف كواحدة من أعلى الأسواق الناشئة من حيث رسملة السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (طريف، ٢٠٠٦).

## التحديات التي تواجه القطاع المالي الأردني:

يواجه القطاع المالي في الأردن عدداً من التحديات الناتجة عن التطورات السريعة في العمل المصرفي الدولي نتيجة للعوامة وتحرر الأسواق الدولية والمنافسة المفتوحة في مجال الخدمات المصرفية واستخدام التكنولوجيا الحديثة، ويمكن إجمال هذه التحديات بما يلي:

### أولاً: تحدي المنافسة:

إن التحولات في الاقتصاد العالمي أدت إلى تزايد المنافسة في الصناعة المصرفية وتوسعها، لتصبح منافسة على نطاق سوق عالمية مفتوحة مما يجعل المصارف المحلية تواجه المصارف العالمية دون أية حماية. ويتمثل تحدي المنافسة في القطاع المصرفي والمالي فيما يلي:

توسع عمل المصارف ليشمل تمويل المشاريع والتمويل التأجيري وإدارة الأموال والمحافظ والصيرفة الاستثمارية والإسلامية والوساطة المالية وعمليات شراء الديون دون حق الرجوع (صادر، 2001).  
توسع المصارف الأجنبية في السوق المحلي، حيث وصل عدد المصارف الأجنبية إلى المحلية ما نسبته 27% (Lee, 2002). ومن المتوقع أن يزداد توسعها في ظل انضمام الأردن إلى منظمة التجارة العالمية (WTO) واتفاقية تحرير التجارة في الخدمات المالية.

ظهور أدوات مالية جديدة في مجال المشتقات مثل عقود الخيارات الآجلة، والعقود المستقبلية والمبادلات. وقد ساعدت هذه الأدوات على توسيع مجموع الأدوات الاستثمارية المتعارف عليها والمقبولة للتداول، وزيادة عمق الأسواق المالية الدولية (سفر، 2006).

### ثانياً: التحدي التقني:

أصبحت التقنية تشكل العامل الأهم لمستقبل النمو في القطاع المالي، حيث أدى التطور التقني إلى ابتكار خدمات مصرفية وأدوات مالية واستثمارية جديدة. كما أدى التطور التقني إلى تلاشي حواجز الزمان والمكان التي كانت تفصل الأسواق عن بعضها بعضاً، وبصفة خاصة ما يتصل بالأسواق المالية والنقدية، وهو ما يظهره بوضوح الارتباط القائم ما بين الأسواق المالية العالمية ومراكزها المالية بحيث تتأثر وتتوثر كل منها بالأخرى. ومن شأن ذلك أن يكثف الضغوطات على المصارف التجارية المحلية لرفع كفاءتها من خلال زيادة الاستثمار في التقنية المتقدمة وتأهيل مواردها البشرية من أجل عدم فقدان جانب كبير من عملائها وبالتالي حصتها في السوق المحلية.

### ثالثاً: تحدي الحجم:

إن زيادة الحجم باتت تطوراً ملحاً وضرورياً لمواكبة الحركة العالمية المتنامية للتكتلات والاندماجات بين مؤسسات القطاع المصرفي والمالي. لقد بدأ منذ سنوات قيام مصارف دولية لها نشاط وحضور على المستوى الدولي تمتد عملياتها عبر القارات، وأيضا قيام مصارف عملاقة (Megabanks) تزيد موجودات الواحد منها عن نصف تريليون دولار ورأس ماله عن 20 مليار دولار (اتحاد المصارف، 1999). الجدير بالذكر أن حركة الاندماج بين المصارف ارتفعت بمعدلات كبيرة في السنوات الأخيرة تحت تأثير العولمة، وهذا أدى إلى تكوين كيانات مالية ضخمة تنتشر فروعها في كل مكان وأن تحصل على الأجهزة العلمية والإلكترونية المتطورة والموارد المالية الوفيرة وكذلك قاعدة عريضة من العملاء وكوادر إدارية وبشرية ماهرة تستطيع أن تحسن توظيفها في تنويع أنشطتها ومصادر تمويلها وتمد أذرعها القوية إلى مجالات لم تكن قد اعتادت ولوجها في الزراعة والصناعة والخدمات (شليبي، 2000).

#### رابعاً: تحدي التطور السياسي:

أثرت عملية السلام وحرب العراق على هيكل الودائع، ذلك أن جزءاً من الودائع التي لدى الجهاز المصرفي الأردني هي لعملاء يقطنون في الضفة الغربية والعراق، مما ينعكس على عدم استقرار حجم الودائع في المصارف من جهة، وعدم استقرار الاستثمارات في بورصة عمان للأوراق المالية من جهة أخرى، ذلك أن مستقبل بورصة عمان للأوراق المالية مرتبط بالتطور السياسي، فكلما نما الاقتصاد واستقر، كلما نمت الفرص الاستثمارية.

#### خامساً: تحدي السياسة النقدية:

في ظل إتباع برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي يتطلب إتباع سياسة نقدية متشددة تؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة على الودائع والتي تنعكس في ارتفاع معدل الفائدة على القروض، وبالتالي الانخفاض في الطلب على الاستثمار، لذلك لا بد من إتباع سياسة تكفل الاستمرار في نمو الاستثمار.

## الفصل الرابع

### العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي

#### مقدمة:

اهتم العديد من رواد الأدب الاقتصادي بالعلاقة بين التضخم والنمو الاقتصادي حيث إن التضخم يؤثر على النشاط الحقيقي، إلا أن النظرة الحديثة والأعمق تكمن في الربط بين التضخم والنمو وهو القطاع المالي، الذي يتأثر بالتضخم بشكل سلبي وينتقل أثره إلى النمو الاقتصادي.

ويعتبر July و Shaw عام ١٩٥٥ أول من اهتم واكتشف هذه المنطقة وأشارا إلى أهمية القطاع المالي وتطوره، وعلاوة على ذلك اعتبرا أن القطاع المالي هو مركز النشاط الاقتصادي.

ويعطي Levine (1997) أدلة أكثر حداثة على أهمية تطور القطاع المالي حيث يلخص وظائف النظام المالي ودوره في تحسين النمو الاقتصادي من خلال النقاط التالية:

وجود نظام مالي متطور يحفز المشاريع طويلة الأجل ويعطيها جاذبية مما يساهم في نمو النشاط الاقتصادي.

وجود نظام مالي متطور يفيد في توفير المعلومات اللازمة حول الاستثمارات ومصادر التمويل وتقييم الشركات، حيث يعتبر هذا الأمر مكلفاً وصعباً بالنسبة للأفراد والشركات الصغيرة مما يعني تخصيص أفضل للموارد وبشكل كفؤ.

يساهم النظام المالي في تعبئة المدخرات مما يسمح بكفاءة الاستثمار في مشاريع تتطلب أموال هائلة، كما يساهم كذلك في التبادل والتطور التقني والتكنولوجي.

لذلك ركزت العديد من الدراسات على طبيعة العلاقة بين التضخم والنمو، حيث تشير الدراسات إلى أن التضخم له أثر سلبي على النمو فارتفاع معدل التضخم يعيق كفاءة تخصيص الموارد وكفاءة اتخاذ القرارات الاقتصادية (Fisher,1993) مما ينعكس سلباً على النشاط الحقيقي (Khan,2002). ولكن النهج القائم هو الربط بين النمو والتضخم من خلال فكرة الوساطة المالية، حيث إن التضخم يؤثر على النمو من خلال تأثير التضخم على أداء القطاع المالي الذي يحدث الضرر في النشاط التمويلي مما ينعكس على إعاقة النمو ( Romer,2001 ).

### قنوات انتقال أثر التضخم إلى القطاع المالي:

إن فهم العلاقة بين ارتفاع معدل التضخم وأداء القطاع المالي من خلال مؤشر العمق المالي (وهو احد التدابير الكمية التي تقيس النشاط المالي في المدى القصير والتطور المالي في الأجل الطويل) يبدو للوهلة الأولى مهمة سهلة، ولكن الحقيقة تشير إلى أن آلية انتقال هذا الأثر هو الأمر الأهم. من خلال قناة سعر الفائدة يظهر تأثير التضخم في البداية من خلال تأثيره على الادخار حيث تشير الأدلة النظرية والتجريبية إلى أن ارتفاع معدل التضخم يؤثر بشكل سلبي على معدل العائد على الادخار نظراً لانخفاض معدل الفائدة الحقيقي ( Senhadji and Smith, 2001). حيث يعتبر التضخم بمثابة ضريبة على الأرصدة الحقيقية والاحتياطات المصرفية فالتضخم المرتفع يعني انخفاض العائد على الودائع المصرفية مما يجعل وجود احتياطي نقدي أكثر تكلفة كما يؤثر بشكل سلبي على القيمة الحقيقية للموجودات في القطاع المالي (Hussain, 2002). وهذا سيؤدي بدوره في أغلب الأحيان إلى انسحاب الأموال من القطاع المالي مما ينعكس على أداء الأسواق المالية ويعيق تطورها.

كما أن ارتفاع معدل التضخم يجعل تكلفة الاحتياطي المطلوب أكبر؛ فبالنسبة للبنوك هذا يزيد من تكلفة اجتذاب المزيد من الأموال المودعة، لذلك تحاول البنوك الحد من هذه التكاليف وتخفيض السعر الحقيقي الذي تدفعه للمودعين مما ينعكس سلباً على الادخار. فمهما كان السبب وراء انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية العائد إلى ارتفاع معدلات التضخم فإنه يؤدي في نهاية المطاف إلى خروج الأموال من النظام المالي. وبالتالي انخفاض توافر رأس المال اللازم للاستثمار والحد من قدرة النظام المصرفي على منح الائتمان مما ينعكس سلباً على نشاط السوق المالي وبالتالي يخفض العمق المالي (Feldstein, 2002).

$$\pi \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow \downarrow FD \quad (1-4)$$

حيث إن:

$\pi$  : معدل التضخم.

أ : معدل الفائدة الاسمي.

٢ : معدل العائد على الادخار.

FD : تمثل المؤشر المستخدم لأداء القطاع المالي.

كما أن ارتفاع معدل التضخم وانخفاض الادخار ومعدل العائد الحقيقي على الادخار وانخفاض سعر الفائدة الحقيقي يحفز فئة معينة من الناس على الاقتراض والحد من الادخار، مما يتيح الفرصة للعملاء الذين لم يتمكنوا من الحصول على الائتمان في السابق وهم العملاء الأقل ملاءة من الحصول على القروض لعدم قدرتهم على السداد (Levine, Smith, Boyd, 1996)، مما ينعكس سلباً على نوعية المقترضين، بحيث تصبح نوعية المقترضين أقل كفاءة وقدرة على السداد؛ مما يحد من رغبة البنوك في تقديم مزيد من القروض وبالتالي يحد من توافر رأس المال الكافي للاستثمار وينعكس ذلك سلباً على العمق المالي وعلى النشاط الاقتصادي في المدى الطويل. (Ball, 1992)، (Ball and Mankiw, 1995).



$$\pi \uparrow \Rightarrow FD \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow g \downarrow$$

$$\pi \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow AS \uparrow \Rightarrow CR \downarrow$$

حيث إن:

AS : سوء اختيار العملاء (العملاء الأقل ملاءة).

CR : كمية الائتمان الممنوح للقطاع الخاص.

I : الاستثمار الخاص.

g : النمو الاقتصادي.

وهناك وجهة نظر أخرى تفسر أثر معدل التضخم على العمق المالي من خلال قناة سعر الفائدة التي طرحها كل من Stiglitz and Weiss (1983) حيث وضعا تفسيراً آخر للسابق، وهو أن ارتفاع معدل التضخم وبالتالي ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية و انخفاض العائد عليها يجعل الاقتراض محفوف بالمخاطر مما يدفع بالمستثمرين إلى التخلي عن الاقتراض، وهنا تعمل البنوك على جذب المقترضين عن طريق تخفيض سعر الفائدة ولكن بنفس الوقت تشديد شروط الاقتراض لضمان نوعية المقترضين مما ينعكس إيجاباً على العمق المالي وبالتالي على الاستثمار والنمو.

وبناءً على ما سبق فإن تأثير معدل التضخم على أداء القطاع المالي يكون محصلة العلاقة (1,4) و(2,4)

التي تفسر دور المعدل الحدي للتضخم  $\pi^*$  حيث إن:

$$\uparrow \pi \Rightarrow \uparrow Fsp, \text{if } : \pi \leq \pi^*$$

$$\uparrow \pi \Rightarrow \downarrow Fsp, \text{if } : \pi > \pi^*$$

علما بان :

Fsp: هي أداء القطاع المالي

وهذا يعني أنه إذا كان معدل التضخم الفعلي أكبر من المعدل الحدي للتضخم فإنه يؤثر سلباً على أداء القطاع المالي، أما إذا كان معدل التضخم الفعلي أقل من المعدل الحدي للتضخم فيكون أثره إيجابياً على أداء القطاع المالي.

كما تشير بعض الدراسات التجريبية إلى أن ارتفاع معدل التضخم لا يتناسب بنفس النسبة مع مستوى سعر الفائدة الاسمي بينما يؤثر ويؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية (Barres, Boyed, Smith, 1998) مما يزيد الطلب على الأموال المتاحة للإقراض، ولكن يقلل من المعروض منها، والاهم من ذلك هو أن تفاقم معدلات التضخم تؤدي إلى الإضرار بسوق الائتمان. وهناك أدلة تجريبية تشير إلى أن تأثير سوق الائتمان في الدول النامية اشد من الدول المتقدمة (Shaw 1973), (Mckinnon 1973)

وبالتالي تأثيره على الاستثمار أكبر (Azariadis, Smith 1996). وهذا يتفق مع الدراسات التجريبية الأخرى مثل دراسة (Bullard and Keating 1995) التي تبين أن التضخم بعد مستوى معين يؤثر عكسياً على أداء القطاع المالي ومن ثم على النمو الاقتصادي.

كما أن هناك العديد من النظريات عن دور السياسة النقدية في الاقتصاد وبالتالي دور التضخم في التأثير على المتغيرات الاقتصادية. حيث إن النموذج الكلاسيكي الجديد يرى أن المال له أثر محايد، مما يعني أن التغيرات في عرض النقود وأسعار الفائدة قد يكون له تأثير فقط على المتغيرات الاسمية لكنه لم يؤثر على المتغيرات الحقيقية مثل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وفي المقابل نظرية كينز تقول أن الأسعار تتصف بالجمود أي أنها لا تتعدل بصورة منتظمة، حتى أن التغيير في عرض النقود يمكن أن يكون له تأثير على المتغيرات الحقيقية وذلك على معدلات النشاط الاقتصادي (ما دام البلد لا يقع في مصيدة السيولة).

ومن الجدير بالذكر أن أحدث النظريات حول عملية صنع القرار في الشركات وسير العمل في الأسواق المالية تشير إلى أنه قد يكون هناك قنوات بديلة للتأثير على الاقتصاد الحقيقي عن طريق قناة أسعار الفائدة التي تؤثر على الاقتصاد الحقيقي. ولا سيما التغيرات في أسعار الفائدة التي تؤثر في العائد على حقوق المساهمين بالنسبة إلى العائد على السندات. وبالتالي في الطلب النسبي مما يؤثر على أسعار الأسهم والسندات، وبالتالي يؤدي إلى تغيرات في قيمة توبن  $Q$  (ومثل قيمة رأس المال الموجود حالياً في الشركة إلى تكلفة استبداله) حيث تعكس هذه النسبة الأرباح الحالية والمتوقعة لرأس المال والثروة المالية للأفراد، مما يعني التأثير على أداء القطاع المالي، وبالتالي على الإنتاج .

### الإطار التجريبي للعلاقة بين التضخم والقطاع المالي:

يشتمل الأدب الاقتصادي التجريبي على عدد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي. ومن المفيد عرض وتحليل هذه الدراسات حيث إن بعضها قام بدراسة أثر التضخم على أداء القطاع المالي كهدف نهائي، وأخرى قامت بدراسة أثر التضخم على أداء القطاع المالي كهدف وسيط يتم من خلاله قياس أثر التضخم على النمو الاقتصادي. كما أن هناك عدد من الدراسات التي اهتمت بموضوع المعدل الحدي للتضخم وأثره على أداء القطاع المالي وأخرى لم تعيره الاهتمام الكافي. وقد أهتم (Gurley and Show (1955, 1960, 1967) بالعلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي ولاحظوا أنه عند مستويات منخفضة من النمو الاقتصادي يكون أغلب تمويل رأس المال هو تمويل ذاتي، ولكن عند مستويات الدخل المرتفعة تلعب المصارف دوراً مهماً في تمويل الاستثمار. كما أشارا إلى دور المؤسسات المالية والأسواق المالية في تسهيل توفير الأموال اللازمة للاستثمار مما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي. كما وتشير بعض الدراسات التجريبية إلى أن أسواق الائتمان أقوى في الأسواق النامية من الأسواق المتقدمة (McKinnon, Shaw, 1973).

وقد تولد لدى Levine and King (1993), Levine and Zervos (1998) قدر كبير من الاهتمام والمتابعة للبحث في هذا المجال، حيث توصلوا إلى أن التضخم ينتقل أثره إلى النمو الاقتصادي من خلال القطاع المالي. كما خلصت بعض الدراسات إلى أن أي زيادة دائمة في معدل التضخم في البلدان ذات التضخم المنخفض قد يحفز النشاط الاقتصادي، بينما في الاقتصاديات ذات التضخم المرتفع نسبياً فإن مزيداً من الزيادات في معدل التضخم قد يؤدي إلى تخفيض في النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تأثيره على القطاع المالي. (Bullared and Keating 1995).

وتعتبر دراسة (Boyed, Senhadji, Smith (1996) من أهم الدراسات في هذا المجال حيث وضعت العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي من الناحية النظرية. فقد أثبتت هذه الدراسة العلاقة السلبية بين التضخم وأداء القطاع المصرفي ونشاط سوق الأسهم على حد سواء، كما أثبتت أهمية المعدل الحدي للتضخم في التأثير على أداء القطاع المالي والذي يعادل ١٥% في عينة الدراسة في حين أنه بعد هذا المعدل يؤثر التضخم بشكل سلبي على أداء القطاع المالي.

وقد اختبرت العديد من الدراسات هذه العلاقة من خلال استخدام بيانات لمجموعة من الدول واعتمدت الدراسات السابقة على تحديد مؤشرات لقياس أداء وتطور القطاع المالي مقسمةً إلى جزأين الجزء الأول خاص بمؤشرات أداء القطاع المصرفي والجزء الثاني خاص بمؤشرات أداء سوق الأسهم.

ومن هذه الدراسات دراسة (Boyed, Senhadji, Smith (2000) والتي استخدموا فيها بيانات لـ ١٠٠ دولة قسمت إلى جزأين بيانات خاصة بالقطاع المصرفي وأخرى بسوق الأسهم حيث اشتملت مؤشرات القطاع المصرفي على بيانات خاصة بـ:

خصوم القطاع المالي نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يقيس هذا المؤشر الحجم الكلي للقطاع المالي الرسمي كما استخدم هذا المؤشر أيضاً من قبل (King and Levine (1993).

المؤشر البديل هو مؤشر الأصول البنكية نسبةً للناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس أهمية الودائع البنكية بالنسبة لمجموع الموجودات. وقد استخدم هذا المؤشر أيضاً من قبل Levine, Loayza and Beck (2000).

أما مؤشرات السوق المالي فقد اشتملت على بيانات لـ :

رأس مال سوق الأسهم نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي (MCAP) وهي تقيس الحجم الكلي للأسواق ويستخدم كمؤشر لتطور سوق الأسهم. وقد استخدم هذا المؤشر من قبل Demirguc, Kunt, Levine (1996) واستخدمه كذلك (Levine and Zeros(1998).

مؤشر قيمة التداول وقياس تقلبات أسواق الأسهم واستخدمه كذلك (Schwert (1989).

مؤشر معدل الدوران وقياس تقلبات أسواق الأسهم.

وقد أظهرت نتائج دراسة (Boyed, Senhadji, Smith (2000 وجود علاقة ضعيفة بين التضخم ومؤشرات أداء السوق المالي باستثناء مؤشر عائدات الأسهم التي أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بينها وبين التضخم.

كما قام كل من (Boyd, Levine, and Smith (2001 باستخدام هذه المؤشرات نفسها لقياس أداء القطاع المالي في دراسة العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي لعينة مكونة من ٤٥ دولة خلال الفترة ١٩٧٠ - ١٩٩٥. وكذلك استخدم (King and Levine (1993 المؤشرات السابقة نفسها وخلصوا إلى وجود علاقة سالبة وقوية بين التضخم ومؤشرات أداء القطاع المالي، ما عدا واحد من المؤشرات وهو تقلب سوق الأوراق المالية. كما أظهرت نتائج بعض الدراسات أن استجابة مؤشر عائدات الأسهم للتضخم يعتمد على مستوى التضخم السائد في الدولة، حيث أثبتت التجارب أنه لا يوجد ارتباط قوي بين التضخم ومؤشر عائدات الأسهم في الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة. بينما يوجد ارتباط قوي وعلاقة إيجابية بينهم في الدول ذات التضخم المرتفع. حيث أظهرت نتائج دراسة Boyd, Levine, and Smith 2001 وجود علاقة موجبة بين مؤشر عائدات الأسهم والتضخم في الدول التي معدل التضخم فيها أقل من ١٥% ولا توجد علاقة معنوية بين التضخم والمؤشر نفسه على المدى الطويل. أما الدول التي يتجاوز فيها معدل التضخم ١٥% فإن أي زيادة هامشية في التضخم يقابلها زيادة أكبر من واحد في عائدات الأسهم، بينما لا تكون العلاقة قوية بين التضخم ومعدل العائد على الأسهم في الدول التي يكون فيها معدل التضخم منخفضاً.

وهذه النتائج التي حصل عليها Boyd ورفاقه مماثلة للنتائج التي خلصت إليها كل من دراسة (2003) Boudoukh Kutan and Aksoy ودراسة Amihud 1996 وكذلك نتائج دراسة Richardson 2003 حيث خلصت هذه الدراسات إلى أنه في الدول ذات معدل التضخم المنخفض لا يوجد ارتباط قوي بين التضخم ومؤشر عائدات الأسهم. وذلك عندما درسوا العلاقة بين التضخم وعائدات الأسهم في تركيا خلال الفترة ١٩٨٦ - ٢٠٠١.

إلا أن Kutan and Aksoy في الدراسة التي أجريها عام ٢٠٠٣ لاختبار العلاقة نفسها خلصوا إلى أن التضخم يؤثر بشكل إيجابي على عائدات الأسهم في كل الأحوال سواء في الدول ذات معدل التضخم المنخفض أو ذات معدل التضخم المرتفع.

في حين توصلت دراسة (1999) Barnes, Boyd, and Smith إلى وجود علاقة سلبية بين التضخم وعائدات الأسهم في الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة، وذلك في العينة التي درسوها على ٢٥ دولة خلال الفترة ١٩٥٧ حتى ١٩٩٦.

ولاختبار العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي استخدمت العديد من الدراسات بعض المتغيرات التوضيحية والتي أبرزها: (King and Levine, 1993)، Boyd, Levine, and Smith (2001).

نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والذي استخدم كبديل للدخل. نسبة الالتحاق بالمدارس الثانوية.

المخاطر السياسية والفساد حيث إن العوامل السياسية تؤثر على استقرار الأسواق وعلى استعداد العملاء للدخول في التعاقد ويقاس هذا الفساد بالثورات والانقلابات والفساد بظهور السوق السوداء. (Laporta, et al, 1998).

نفقات الحكومة المركزية نسبة للناتج المحلي الإجمالي.

بينما (Senhadji and Smith (2001) استعملا العمق المالي كبديل عن التطور المالي وبيننا أن هناك متغيرات أخرى إضافة إلى التضخم تؤثر على النشاط الاقتصادي مثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والانفتاح التجاري، والاستهلاك الحكومي نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وهو مقياس للقمع المالي. وبيننا أن تأثير هذه العوامل على التطور المالي يبدو بسيطاً، حيث إن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ودرجة الانفتاح التجاري من المحتمل أن تزيد العمق المالي بينما تأثير التضخم على أداء القطاع المالي عكسي. كما لاحظ (Smith (2002 أن ارتفاع معدل التضخم يمكن أن يؤدي إلى زيادة تقنين الائتمان مما يؤثر سلباً على أداء القطاع المصرفي وبالتالي تخفيض الاستثمار الكلي.

كما قام (Barnes, Boyd, and Smith (1999 بدراسة العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي من خلال استخدام مؤشر سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على كل من الأوراق المالية في السوق المالي، وأذونات الخزينة، والودائع المصرفية والقروض التجارية. حيث تم التحقق من العلاقة من خلال استخدام السلاسل الزمنية لـ ٢٥ دولة خلال الفترة ١٩٥٧-١٩٩٦، كما قام كذلك (Kutan and Aksoy (2000 باختبار العلاقة نفسها على أسواق المال التركية خلال الفترة ١٩٨٧-٢٠٠٠، وقد توصلت كلا الدراستين إلى وجود علاقة موجبة بين التضخم وأسعار الفائدة عندما يكون التضخم الفعلي أقل من المعدل الحدي للتضخم والبالغ ٢٢% وعلاقة سلبية بينهما عندما يكون التضخم الفعلي أكبر من المعدل الحدي للتضخم.

ولاختبار العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المصرفي استخدم (Levin, Boyed, Smith (2001

عدة مؤشرات لقياس أداء القطاع المصرفي وهي:

أ-نسبة الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب-سبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ج-نسبة القروض المصرفية المقدمة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وذلك باستخدام السلاسل الزمنية لعينة مكونة من ٩٤ دولة خلال الفترة الزمنية ١٩٦٠-١٩٩٥. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية للمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المصرفي، حيث يكون تأثير التضخم إيجابياً عندما يكون التضخم أقل من المعدل الحدي للتضخم والبالغ ١٥% في عينة الدراسة، بينما يكون تأثيره سلبياً عندما يكون التضخم الفعلي أكبر من المعدل الحدي للتضخم. وهذه النتيجة هي نفسها التي توصلت إليها دراسة King and Levine (1993) والتي خلصت إلى أن القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يزداد حجمها في الدول التي يكون فيها التضخم منخفضاً.

وهذه النتائج تعتبر أدلة على العلاقة السببية التي تمتد من التضخم إلى القطاع المالي إلى جانب أنها تعطي نتائج مهمة لأهمية الوساطة المالية في التنمية الاقتصادية. إلا أن هذه الدراسة لم تبحث عن المعدل الحدي الأمثل للتضخم.

أما فيما يخص العلاقة بين التضخم وقدرة البنوك على توفير الائتمان للقطاع الخاص والعقبات التي تواجه توفير الائتمان فقد قام Hellman (2000) بدراسة العلاقة بين التضخم وقدرة البنوك على توفير الائتمان للقطاع الخاص، وذلك من خلال توزيع استبيان على ٥٠٠ شركة في ٤٩ بلد اشتمل الاستبيان على أسئلة حول عقبات الحصول على الائتمان من البنوك،

وبعد تحليل الاستبيان ودراسة أثر التضخم على الائتمان المقدم للقطاع الخاص توصل إلى وجود ارتباط قوي بين التضخم والائتمان المقدم للقطاع الخاص بعد السيطرة على العوامل الأخرى. وهذه النتيجة نفسها التي توصلت إليها دراسة Demirguc-Kunt and Maximovic (2002). ودراسة Beck, Demirguc-Kunt, and Levine (2003) و Boyd, and Smith (2002) حيث توصلوا إلى أن التضخم من أكبر عوائق الحصول على الائتمان وهذه النتائج تنسجم كذلك مع نتائج دراسة Boyd and Smith (1998).



كما أن هناك عدد من الدراسات ومنها دراسة Demirguc-Kunt and Maximivic 2002 قامت باختبار القوى الاقتصادية المرتبطة بالأزمات المصرفية ومنها التضخم، ودور الخطر المعنوي في التأمين على الودائع في النظام المصرفي مما يتسبب في عدم الاستقرار؛ حيث استخدمت الدراسة المتغير الوهمي للإشارة إلى وجود الأزمة أو عدم وجودها حيث يأخذ المتغير قيمة (١) إذا تعرض البلد إلى أزمة مصرفية ورقم (٠) في حالة عدم تعرضه للأزمة. وقد اشتملت الدراسة على ٦١ دولة تعاني من أزمات مصرفية خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٧.

ومن المتغيرات التي استخدموها إلى جانب متغير التضخم متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التبادل التجاري ومتغير عرض النقد إلى إجمالي الاحتياطي الأجنبي. حيث خلصوا إلى وجود علاقة موجبة بين التضخم والأزمات المصرفية. إلا أنهم عندما قاموا باختبار العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة الحقيقي وجدوا ارتباطاً ضعيفاً في العلاقة بينهما. وهذه النتيجة نفسها التي توصلت لها دراسة Demirguc-Kunt, et al, 2003 وكذلك دراسة (2003) De Nicolo, et al ودراسة Boyd,et al, 2001.

أما فيما يخص العلاقة بين التضخم وإرباح المصارف وكذلك بين التضخم وهوامش أسعار الفائدة المصرفية فقد تمت دراستها من قبل (Demirguc-Kunt, and Levine (2003، حيث اختبروا العلاقة على ١٤٠٠ بنك في ٧٢ دولة خلال الفترة ١٩٩٥-١٩٩٩. كما قام Levine (٢٠٠٢) باختبار العلاقة نفسها ولكن باستخدام بيانات ١١٦٥ بنك في ٤٧ دولة خلال الفترة نفسها. حيث خلصت كلا الدراستان إلى وجود علاقة موجبة ومهمة بين التضخم وهوامش أسعار الفائدة.

وفي دراسة (٢٠٠٣) Honohan اختبر العلاقة بين التضخم وربحية البنوك لعينة مكونة من ٧٢ دولة خلال الفترة ١٩٨٨ - ١٩٩٩، حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التضخم وربحية البنوك. كما قام بإعادة اختبار العلاقة بين التضخم وإرباح البنوك وكذلك بين التضخم والاحتياطي القانوني باستخدام بيانات ٨٤ بنكاً خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٥ ، باستخدام مؤشرين هما الاحتياطات القانونية نسبة لإجمالي الودائع والاحتياطات القانونية نسبة إلى عرض النقد. وقد خلصوا إضافة إلى النتيجة الأولى إلى أنه عندما يتجاوز التضخم الفعلي المعدل الحدي للتضخم والبالغ في عينة الدراسة ١٣% فإن ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني يؤدي إلى انخفاض عوائد البنوك وبالتالي ربحيتها.

ومن أحدث الدراسات في هذا المجال دراسة (2008) Manoel Bittencourt حيث درس أثر التضخم على أداء القطاع المالي في البرازيل خلال الفترة ١٩٨٥ - ٢٠٠٢ ومن النتائج التي توصلت لها الدراسة أن سوء أداء الاقتصاد الكلي له آثار ضارة على التنمية المالية وقد كان متغير التضخم من المتغيرات المهمة التي استخدمتها الدراسة. وقد استخدم مؤشر عرض النقد بمعناه الواسع ( $M^2$ ) ومؤشر الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كمؤشرات لأداء القطاع المالي. أما المتغيرات التوضيحية التي استخدمت في الدراسة فقد شملت الإنفاق الحكومي والنتائج المحلي الإجمالي.

أما من حيث تأثير المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي فقد تبينت نتائج الدراسات التجريبية في مدى تأثيره والتي انقسمت إلى:

دراسات أثبتت أن التضخم يؤثر على أداء القطاع المالي بصرف النظر عن المعدل الحدي للتضخم مثل دراسة (2004) Ghazouan حيث قام بتتبع أثر التضخم على أداء القطاع المالي لـ ١١ دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (Middle East and North Africa (MENA) خلال الفترة ١٩٧٩-١٩٩٩، وقد تم استخدام نموذج ديناميكي لبيانات سلاسل زمنية مقطعية. ولتقدير هذا النموذج تم استخدام الطريقة العامة للعزوم المقترحة بواسطة اريلانو وبوند (١٩٩١). وخلصت الدراسة إلى وجود أثر سالب للتضخم على أداء القطاع المالي، وعدم وجود أثر معنوي للمعدل الحدي للتضخم في العلاقة محل الدراسة، حيث أظهرت النتائج أن التضخم يضر بأداء القطاع المالي بصرف النظر عن مقدار معدل التضخم السائد.

دراسات أثبتت أن أداء القطاع المالي يتأثر بالتضخم بشكل سلبي بعد المعدل الحدي للتضخم وبشكل إيجابي قبل المعدل الحدي للتضخم، مثل دراسة ( Barnes, ٢٠٠١) حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر التضخم على تطور القطاع المالي وعلى النمو الاقتصادي. إضافةً إلى تقدير المعدل الحرج للتضخم. وذلك من خلال عينة من ٤٩ دولة خلال الفترة ١٩٦٥-١٩٩٥.

وقد استخدم منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعة؛ حيث أظهرت النتائج أن العلاقة بين التضخم وتطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي تكون سالبةً عندما يكون معدل التضخم أعلى من 14%، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي في حالة التضخم الفعلي أقل من المعدل الحدي للتضخم والبالغ ١٤%. ودراسة (Khan, Senhadji, ٢٠٠١).

حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر التضخم على النمو من خلال أثره على تطور القطاع المالي لـ ١٦٨ دولة شملت على دول صناعية وأخرى نامية خلال الفترة ١٩٦٠-١٩٩٩. وقد استخدم منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعة؛ حيث أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين التضخم وتطور القطاع المالي في حالة كون التضخم الفعلي أعلى من المعدل الحدي للتضخم والذي تراوح بين ٣% و ٦%، ووجود أثر موجب للتضخم على تطور القطاع المالي عندما يكون معدل التضخم أقل من المعدل الحدي للتضخم.

دراسات أثبتت أن للتضخم أثراً سلبياً على أداء القطاع المالي بعد المعدل الحدي للتضخم بينما لم يكن له أثر على أداء القطاع المالي قبل المعدل الحدي مثل دراسة ( Boyd, 2001) حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر التضخم على أداء كل من القطاع المصرفي وسوق الأسهم لـ ١٠٠ دولة، وكان ذلك من خلال استخدام نموذج انحدار خطي بسيط، ونموذجين غير خطيين حيث استخدمت الدراسة في تقدير النموذج الطريقة العامة للعزوم The Generalized Method of Moments (GMM).

فوجدت أن العلاقة السلبية بين التضخم وأداء القطاع المالي تزداد في البلدان ذات معدل التضخم المرتفع. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة غير خطية بين التضخم كمتغير مستقل وكل من تطور القطاع المصرفي ونشاط سوق الأسهم كمتغيرات تابعة، وبلغ المعدل الحدي للتضخم حوالي ١٥%، كما أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سالب للتضخم على أداء القطاع المالي عندما بلغ معدل التضخم ١٥%، في حين لم يكن هناك أثر للتضخم على أداء القطاع المالي عندما بلغ معدل التضخم أقل من (١).

أما في مجال الدراسات المحلية وحسب علم الباحثة فإنه لا توجد دراسات محلية تطرقت لدراسة العلاقة بين التضخم والقطاع المالي على وجه التحديد على الرغم من وجود العديد من الدراسات المحلية التي درست ظاهرة التضخم على حدة وأخرى اهتمت بدراسة واقع القطاع المالي في الأردن. ومن هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر نذكر منها:

دراسة فوزي الخطيب (١٩٨٥) بعنوان المؤسسات المالية والنمو الاقتصادي في الأردن للفترة ١٩٦٤-١٩٨٤، حيث تم دراسة اثر المتغيرات النقدية والمتمثلة بالتسهيلات الائتمانية، معدل الفائدة، والعوائد الحقيقية للسندات الحكومية على المتغيرات الحقيقية، والمتمثلة بالاستثمار، المستوردات والاستهلاك الخاص.

ودراسة رمزي أبو غزالة (١٩٩١) بعنوان أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (١٩٦٨-١٩٨٨)، حيث تم دراسة أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي في الأردن، مستخدماً فرضيات متعلقة بجانب التحرر المالي برفع معدل الفائدة لزيادة الادخار ومن ثم الاستثمار، بالإضافة إلى قياس العمق المالي مستخدماً عدة صيغ للأرصدة النقدية ممثلة بعرض النقد الضيق والواسع، والنقد المتداول على الناتج المحلي الإجمالي، وأظهرت النتائج ضعف تأثير جانب التحرر المالي فترة الدراسة.

ودراسة بشير الزعبي (٢٠٠٠) بعنوان تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (١٩٧٨-١٩٩٨)، حيث تم دراسة اثر الازمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الاردني على مؤشر سوق عمان المالي، وظهرت النتائج مدى استجابة سوق عمان المالي للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة.

وبعد هذا الاستعراض للدراسات ذات العلاقة، لا بد من الإشارة إلى أن تلك الدراسات وغيرها لم تتوصل بشكل حاسم إلى تحديد طبيعة العلاقة بين التضخم والقطاع المالي؛ ففي الوقت الذي أظهرت فيه إحدى الدراسات أن للتضخم آثاراً سلبية على أداء القطاع المالي عند مستوى معين من معدل التضخم (المعدل الحدي للتضخم) نجد أن دراسة أخرى ترى أنه لا أثر للتضخم على أداء القطاع المالي قبل هذا المستوى، بينما توصلت دراسات أخرى إلى أن التضخم يؤثر بشكل سلبي على أداء القطاع المالي بغض النظر عن المستوى الحدي للتضخم.

#### أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

في ضوء الدراسات السابقة فإن هذه الدراسة ستعمل على الإسهام في الجدل الدائر حول تأثير التضخم والمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي في الأردن.

ومن ناحية أخرى، تتميز هذه الدراسة عن غيرها بكونها الأولى من نوعها في حدود معرفتي التي تسعى ملئ الفراغ الناجم عن عدم وجود دراسات لتحديد أثر التضخم على أداء القطاع المالي في الأردن بصورة منفردة وليس ضمن عينة تضم مجموعة من الدول.

كما ستقوم هذه الدراسة باختبار العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي من خلال مؤشرات السيولة التي تصف أداء كل من القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه Vector Autoregression Model (VAR) ونموذج متجهات تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM)، وتعتبر هذه النماذج من النماذج القياسية الشائعة الاستعمال في دراسة التفاعل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، ويمتاز هذا النموذج عن غيره في أنه يتطلب أقل ما يمكن من المتطلبات عند اختيار المتغيرات. كما تتميز هذه الدراسة بإجراء اختبار السببية بين التضخم واداء القطاع المالي في الاردن، وهذا الجزء لم تغطية الدراسات التي بحثت بنفس الموضوع.

## الفصل الخامس

### التحليل القياسي وتحليل النتائج

منهجية الدراسة ومصادر البيانات Methodology and Data Source:

لتحليل العلاقة بين التضخم ومؤشرات أداء القطاع المالي سوف يتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه VAR ويمتاز هذا النموذج عن غيره في أنه يتطلب أقل ما يمكن من المتطلبات عند اختيار المتغيرات؛ حيث أن أنصار هذا النوع من النماذج القياسية يفتنعون بأن النظرية الاقتصادية ربما لا تكون قادرة على تحديد المتغيرات الاقتصادية المطلوبة بالشكل الدقيق.

نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR: Vector Autoregression Model):

يعتبر هذا النموذج من النماذج القياسية الشائعة الاستعمال في دراسة التفاعل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، وبالطبع لا يوجد متغيرات خارجية (Exogenous Variables) في هذا النموذج، وتعامل جميع المتغيرات المستخدمة فيه على أنها متغيرات داخلية (Endogenous Variables)، كما تتم فيه كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة كما في الصيغة التالية ([Lütkepohl 2001]):

$p$

$$Y_t = a_0 + a_1 Y_t + \sum_{j=1}^p \Gamma_j Y_{t-1} + U_t$$

$j=1$

$t = 1, 2, \dots, T$

$j = 1, 2, \dots, p$

حيث:

$Y$  = متجه المتغيرات الداخلية التي تمثل عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية للنموذج  $(1 \times n)$

$n$  = عدد متغيرات النموذج

$a_0$  = متجه الحد الثابت

$t$  = الاتجاه العام

$T$  = عدد المشاهدات المستخدمة في الانحدار

$\Gamma$  = مصفوفة المعاملات التي تمثل آثار المتغيرات في الأجل القصير  $(n \times n)$

$U$  = متجه حدود الخطأ العشوائي التي يفترض عدم ارتباط قيمها ، وأنها تتبع توزيعاً معتدلاً ووسطه

الحسابي يساوي صفر وتباينه ثابت  $(1 \times n)$

$\rho$  = فترة الإبطاء المثلي ، وهي الفترة الزمنية التي تضمن عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي أو حدود

الأخطاء العشوائية.

وكل ما نحتاجه في هذا النموذج هو:

١- تحديد المتغيرات التي من المتوقع أن تتفاعل مع بعضها البعض في نموذج الدراسة. ويتم اختيار

هذه المتغيرات بناءً على العلاقات الاقتصادية المتبادلة بين المتغيرات حسب النظرية الاقتصادية ووفقاً

للدراستات السابقة بحيث تخدم هدف هذه الدراسة.

٢- عدد فترات التباطؤ الزمني (Lags)، والتي يتم اختيارها وفقاً لمعيار أكايك (Akaike)

وشوارتز (Schwartz)، وهما المعيارين الأكثر شيوعاً، بالرغم من أنهما أحياناً يبالغان في عدد هذه

الفترات وخاصة في البيانات السنوية.

يؤخذ على الدراسات التجريبية في العقود الماضية أنها تفترض أن البيانات المستخدمة في التحليل القياسي مستقرة (Hendry and Juselius, 2000). وأصبح من المتعارف قبل إجراء التحليل القياسي القيام باختبار خصائص السلاسل الزمنية المستخدمة. وتأتي هذه الخطوة للتأكد من استقرار المتغيرات. لذلك لا بد من استخدام اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية.

قبل اختبار وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين أداء القطاع المالي (FSP) والتضخم ( $\pi$ ) وتحليل سلوك العلاقة في الأجل القصير، لا بد من تحليل السلاسل الزمنية للتأكد من استقرارها عبر الزمن وتحديد درجة تكاملها. لذلك سيتم إجراء الاختبارات التالية:

أولاً- اختبار استقرار الدالة Stationary Test (Unit Root Test):

أوضحت عدد من الدراسات، منها دراسة (Nelson and Plosser, 1982) ودراسة (Phillips, 2003) أن كثيراً من السلاسل الزمنية تتسم بعدم الاستقرار لاحتوائها على جذر الوحدة، حيث يؤدي وجود جذر الوحدة في أي سلسلة زمنية إلى عدم استقلال متوسط وتباين المتغير عن الزمن. ويؤدي إجراء علاقة انحدار على السلاسل الزمنية، التي تحتوي فعلاً على جذر الوحدة في النماذج القياسية إلى وجود ارتباط زائف بينها ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (1974, Granger and Newbold)، تعتبر استقرارية السلاسل الزمنية من القضايا المهمة في مجال الاقتصاد القياسي بشكل عام وتحليل السلاسل الزمنية بشكل خاص، حيث أن بعض الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلاسل زمنية تفترض عادة أن هذه السلاسل مستقرة أو ساكنة مع مرور الزمن دون اختبارها مما يؤدي إلى عدم الوثوق بنتائج تلك الدراسات، والتي من الممكن أن تكون زائفة (Greene, 2003).



وفي حالة غياب صفة الاستقرارية (Stationarity) فإن الانحدار الذي يتم الحصول عليه بين متغيرات السلاسل الزمنية يكون في الغالب زائفاً وبالرغم من احتمالية الحصول على قيمة عالية لمعامل التحديد R<sup>2</sup>؛ ويعود ذلك إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه (Trend)، والذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما في الاتجاه نفسه أو في اتجاهات معاكسة. ولتحديد ما إذا كان متغير ما ساكناً من خلال المستوى أو بعد أخذ الفرق الأول اقترح (1987) Engle و Granger استخدام اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) (Augmented Dickey-Fuller Test). كما يمكن أيضاً استخدام اختبار فيليبس- بيرون (pp) (Phillips-Perron Test).

ولإجراء اختبار ADF فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-j} + \sum \delta_i \Delta Y_{t-j} + \xi_t \dots (2-5)$$

حيث  $Y$  تمثل السلسلة الزمنية المراد اختبارها،  $k$  عدد الفجوات الزمنية،  $\Delta$  يرمز للفروق الأولى للسلسلة،  $\sum$  ترمز لعلاقة الجمع،  $\xi_t$  يمثل عنصر الخطأ في النموذج وكلاً من  $\alpha, \beta, \delta$  ترمز للمعالم المراد تقديرها.

بعد ذلك يتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \beta = 0 \quad (\text{عدم سكون المتغير } Y = \text{يحتوي جذر الوحدة})$$

$$H_a: \beta < 0 \quad (\text{سكون المتغير } Y \text{ في مستواه} = \text{متكامل من الدرجة صفر})$$

يتم رفض فرضية العدم إذا كانت قيمة "t" المحسوبة أكبر من قيمة "t" الجدولية أو الحرجة (وذلك في قيمتها المطلقة) والتي اقترحها ماكنون (Mackinnon, 1991). فإذا كانت المتغيرات مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى ننتقل إلى الخطوة التالية، لمعرفة فيما إذا كانت المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً وأن هناك علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات.

## ثانياً- اختبار التكامل المشترك The Cointegration Test:

تستخدم منهجية التكامل المشترك لمعرفة طبيعة العلاقة التوازنية بين المتغيرات في المدى الطويل. باستخدام طريقة الإمكان الأكبر (Maximum Likelihood Procedure) أو ما يعرف باختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen, 1988) و (Juselius, 1990) وتشير طريقة التكامل المشترك إلى العلاقة التوازنية بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة في المدى الطويل، حيث إن العلاقة الديناميكية في المدى القصير لا تقل أهميةً عنها في المدى الطويل. ويعد تكامل المدى الطويل مع المدى القصير من الأمور المهمة في الاقتصاد القياسي من خلال منهج التكامل المشترك. (Johansen) 2001

يطبق اختبار جوهانسن عندما يزيد عدد المتغيرات عن متغيرين، وذلك لإمكانية وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك. ويفضل استخدام اختبار التكامل المشترك في الحالات التي تتضمن متغيرين فقط على طريقة انجل-جرينجر ذات الخطوتين.

تعتمد طريقة جوهانسن على طريقة الإمكانية العظمى لتقدير وتحديد وجود متجهات متكاملة في نموذج (VAR). فإذا كان هناك متجه يحتوي على  $P$  من المتغيرات  $Z_t = (Z_{1t}, \dots, Z_{pt})$  المتولدة من الرتبة  $K$  من عملية (VAR) وأخطاء Gaussian بالصيغة التالية:

$$Z_t = A_1 Z_{t-1} + \dots + A_k Z_{t-k} + \mu + \varepsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (3-5)$$

حيث إن  $Z_t$  هو متجه من الرتبة  $(p \times 1)$  من المتغيرات، و  $\varepsilon_1, \dots, \varepsilon_T$  متغيرات عشوائية ذات التوزيع الطبيعي  $(Np(0, \Sigma))$  و  $\mu$  متجه من الثوابت.

ولما كانت الرغبة هنا في التمييز بين الاستقرار من خلال الترابط الخطي (Linear Combination) وبأخذ الفرق الأول للمتجهات نحصل على نموذج تصحيح الخطأ على النحو الآتي:

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta Z_{t-k+1} + \Pi Z_{t-k} + \mu + \varepsilon_t, \quad t=1, \dots, T \quad \dots (4-5)$$

حيث إن

$$\Gamma_i = (I - \phi_1 - \phi_2 - \dots - \phi_i)$$

$$\Pi = (I - \phi_1 - \phi_2 - \dots - \phi_k)$$

حيث إن  $K$  هي عدد فترات التباطؤ. المصفوفة  $\Pi$  تحتوي معلومات عن العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين متجه المتغيرات. إن المعلومات التي تشير إلى عدد المتجهات المتكاملة موجودة في رتبة المصفوفة  $\Pi$ ، أي أن رتبة المصفوفة تحدد عدد التوليفات الخطية الموجودة في  $Z_t$  مستقرة. ويتم تحديد عدد المتجهات المتكاملة باستخدام اختبار القيمة العظمى الخاصة (eigenvalues)، أو اختبار الأثر (Trace) والذين يكونان معنويين إحصائياً. فإذا كانت رتبة المصفوفة تساوي صفرًا ( $r=0$ ) فإن جميع العناصر في  $Z_t$  غير مستقرة، وبالتالي لا يوجد علاقة تكاملية بين المتغيرات، وأما إذا كانت رتبة المصفوفة كاملة ( $r=p$ )، عندها تكون جميع عناصر  $Z_t$  مستقرةً ومتكاملةً أما الحالة المتوسطة بحيث إن  $r < p$  عندها يكون هناك  $r$  من المتجهات المتكاملة، وأن  $p-r$  متجه زمني. فإذا كانت  $r \neq 0$  فإن العلاقة التوازنية في المدى الطويل موجودة.

تستخدم نسبة الإمكان الأكبر (MLR) (Maximum Likelihood Ratio) لتحديد عدد المتجهات المتكاملة (رتبة المصفوفة  $\Pi$ ). ويتم بإجراء اختبارين هما اختبار الأثر  $\lambda_{trace}$  (Trace test) الذي يختبر فرضية العدم القائلة أن عدد متجهات التكامل المشترك المتميزة تقل عن أو يساوي العدد ( $p$ ) مقال الفرضية البديلة العام غير المقيد ( $p=r$ )

ويحسب هذا الاختبار بالصيغة التالية:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (5-5)$$

حيث  $\lambda_n, \dots, \lambda_{r+1}$  أقل المتجهات الخاصة (Eigenvalues)  $(p-r)$  وتدل فرضية العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي أو يقل عن  $(r)$ . وبالتالي فإن فرضية العدم  $r = 0$  مقابل الفرضية البديلة  $r = 1$ .

أما الاختبار الثاني فهو اختبار  $\lambda_{max}$  (Maximal Eigenvalue) (القيمة الخاصة العظمى والذي يمكن حسابه باستخدام الصيغة الآتية:

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

ويقوم الاختبار لفرضية العدم القائلة بوجود  $(r)$  متجه للتكامل المشترك مقابل الفرض البديل بوجود  $(r+1)$  متجه للتكامل المشترك.

ولما كان اختبار جوهانسن للتكامل المشترك لتحديد عدد المتجهات المتكاملة حساساً جداً طول فترة التباطؤ (Lag Length) المثلثي في نموذج (VAR)، فإنه كان من الضروري تحديد طول الفترة باستخدام معيار Schwarz (SC). وتكون فترة التباطؤ كبيرة كفاية لضمان عدم ترابط المتغيرات العشوائية وصغيرة كفاية لإجراء عملية التقدير.

ثالثاً- اختبار اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني Selection the Lag Length:

يعتبر معيار أكايك (Akaike) ومعيار شوارتز (Schwartz) هما الأكثر شيوعاً في هذا المجال، حيث يستخدم كلاهما نسبة الـ (L: Likelihood Ratio). ويتم اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أقل قيمة لكل من هذين المعيارين كما في الصيغ التالية: (Shewhart 2004) - طريقة أكايك (Akaike Information Criterion: AIC): وتعتمد على المعادلة التالية:

$$L = \text{Constant} + n/2 \log |\Omega^{-1}| \quad (7-5)$$

حيث  $n$  : تمثل عدد المشاهدات.

$\Omega$  : مصفوفة التباين والتباين المشترك للبواقي من معادلة نموذج الانحدار الذاتي المتجه ويخضع هذا الاختبار إلى توزيع كاي تربيع. ويتم اختيار عدد فترات التباطؤ المناسبة التي تعطي أقل قيمة لـ AIC.

ب- طريقة سشوارتز (Schwartz's Criterion : SBC): وتعتمد على المعادلة التالية:

$$L = SBC(m) = n \log |\Omega-1| + m \log (n) \quad (7-5)$$

حيث  $n$  : تمثل عدد المشاهدات.

$m$  : عدد المعلمات المقدرة.

$\Omega$ : مصفوفة التباين والتباين المشترك للبواقي من معادلة نموذج الانحدار الذاتي المتجه ويخضع هذا الاختبار إلى توزيع كاي تربيع، ويتم اختيار عدد فترات التباطؤ المناسبة التي تعطي أقل قيمة لـ SBC. رابعاً: تحليل مكونات التباين Variance Decomposition:

من أجل معرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في نفس المتغير والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى في نموذج (VAR)، فإنه لا بد من تحليل مكونات التباين لكل متغير من متغيرات النموذج، حيث إن هذا التحليل يعطي معلومات عن الأهمية النسبية لأثر كل تغير مفاجئ (Shock) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع متغيرات النموذج.

وبما أن الافتراض الأساسي في هذا النموذج هو أنه لا يوجد ترابط متسلسل بين الأخطاء العشوائية، إلا أن هذا لا يمنع من وجود تأثير متزامن (Contemporaneous) للأخطاء في المتغيرات المختلفة في النموذج. ولحل هذه المشكلة يتم عادة اللجوء إلى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) والذي يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيرات في النموذج المراد اختباره. ولتلافي هذه المشكلة يتم عادة التأكد من مصداقية نتائج هذه الدراسة عن طريق إعادة تحليل مكونات التباين بعد أخذ ترتيبات مختلفة للمتغيرات والتأكد فيما إذا كانت تعطي النتائج نفسها. (Wei 1990).

### خامساً: دالة الاستجابة لردة الفعل Impulse Response Function:

حيث تساعد هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف التغيرات المفاجئة (Shocks) التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات المتضمنة في النموذج، كما تعكس أيضاً كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي تغير عشوائي أو صدمة مفاجئة في أي متغير من متغيرات النموذج مع مرور الزمن. (Cujarati 1995)

### النموذج القياسي والمتغيرات The Econometric Model Variable Description:

استناداً على الأدبيات والدراسات التي تناولت علاقة التضخم وأداء القطاع المالي، يتوقع أن يكون تأثير التضخم على أداء القطاع المالي سلبياً. ويمكن وصف العلاقة بين المتغيرات بصيغة الدالة الإحصائية على النحو التالي:

$$FSP = f(\pi, r, GDPp, G) \quad \dots\dots\dots(1-2-5)$$

كما سيتم الربط بين المتغيرات من خلال العلاقة التالية:

$$FSP = \alpha + \beta_1 \pi + \beta_2 r + \beta_3 GDPp + \beta_4 G + ut \quad \dots\dots\dots(2-2-5)$$

وعند إضافة أثر المستوى الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي تصبح العلاقة كالتالي:

$$FSP = \alpha + \beta_1 \pi + \beta_2 D(\pi - \pi^*) + \beta_3 r + \beta_4 GDPp + \beta_5 G + ut \quad \dots\dots\dots(3-2-5)$$

حيث إن:

$\pi$ : معدل التضخم.

$\pi^*$ : المستوى الحدي للتضخم.

f: معدل الفائدة الاسمي.

GDPp: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

G : الإنفاق الحكومي.

D: مؤشر وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان معدل التضخم أكبر من المعدل الحدي للتضخم وقيمة

صفر إذا كان معدل التضخم أقل من المعدل الحدي للتضخم.

Ut: تمثل البواقى.

FSP: تمثل المؤشر المستخدم لأداء القطاع المالي وتتضمن.

مؤشرات القطاع المصرفي:

نسبة العمق المالي (FDR).

نسبة (النقد المتداول / عرض النقد).

نسبة (الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص / الناتج المحلي الإجمالي).

مؤشرات السوق المالي:

نسبة (قيمة التداول في السوق المالي / الناتج المحلي الإجمالي) (VT).

معدل القيمة السوقية (MCAP).

معدل الدوران (TOR).

تعريف ومبررات استخدام مؤشرات القطاع المالي والمتغيرات الأخرى:

تجدر الإشارة إلى أنه تم اختيار المتغيرات المبينة في النموذج أعلاه وفقاً للنظرية الاقتصادية والأدبيات

المنشورة حول موضوع الدراسة وذلك على النحو التالي:

مؤشرات القطاع المالي FSP:

مؤشرات أداء القطاع المالي سوف تمثل من خلال مؤشرات السيولة التي تعكس الوضع المالي والقدرة

على الوفاء بالالتزامات وتوفير التمويل من أجل إنفاق الأموال على الاستثمارات وتكوين رأسمال

الثابت بهدف زيادة الإنتاج وانعكاس ذلك على معدل النمو للناتج المحلي والدخل الفردي ويمكن

تقسيمها إلى:

مؤشرات القطاع المصرفي:

نسبة العمق المالي (FDR) Financial Depth Ratio:

عرض النقد بمفهومه الواسع (M2) نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وتقيس هذه النسبة الحجم المطلق للنظام المصرفي. (Levine, 2000):

يعرف عرض النقد بالمفهوم الضيق بأنه يمثل النقد خارج الجهاز المصرفي والمتداول بين الجمهور، بالإضافة إلى الودائع الجارية (تحت الطلب) بالدينار الأردني للقطاع الخاص (المقيم) والمؤسسات المالية غير المصرفية والمؤسسات العامة، مضافاً إليه وودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار الأردني لدى البنك المركزي فقط. (البنك المركزي، ٢٠٠٥).

أما عرض النقد بمفهومه الواسع فيعرف بأنه يشمل عرض النقد بالمفهوم الضيق بالإضافة إلى شبة النقد الذي يشمل وودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية وودائع التوفير ولأجل سواء كانت بالدينار أو بالعملة الأجنبية لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص (مقيم) والمؤسسات المالية والمؤسسات العامة. (البنك المركزي، ٢٠٠٥).

نسبة (النقد المتداول / عرض النقد):

حيث إن زيادة هذه النسبة يعني النقص في تطور القطاع المصرفي. (Hussein, 1996).

نسبة (الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص \ الناتج المحلي الإجمالي).

وتستخدم لقياس حجم القطاع المصرفي ومدى كفاءته في إقراض القطاع الخاص، حيث يقوم هذا المؤشر بقياس الموارد النقدية التي يتم توفرها للقطاع الخاص، على شكل قروض أو مشتريات سندات أو تسهيلات ائتمانية للتبادل التجاري وبقية الحسابات الأخرى التي ينتظر دفعها إلى القطاع الخاص..

(Gregrio, 1995)



## مؤشرات السوق المالي:

نسبة (قيمة التداول في السوق المالي / الناتج المحلي الإجمالي) (Value Traded (VT)

تستخدم لقياس سيولة سوق الأسهم.

معدل القيمة السوقية (Market Capitalization (MCAP) (Levine,1996):.

يستخدم معدل القيمة السوقية والذي يعادل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة، لقياس الحجم الكلي للسوق المالي والذي يعتبر بدوره مقياساً مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي. كما تزداد قيمة الأسهم المدرجة مع زيادة المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم وبالتالي يزداد حجم دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. ويلاحظ أن العديد من الباحثين يستخدم مؤشر (MCAP) لرصد أداء وتطورات السوق المالي بالرغم من تأثيره بعوامل تغير من حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق المالي والتي يعد التضخم أحدها (ضو، ٢٠٠٠).

معدل الدوران (TOR) (قيمة التداول في السوق المالي \ القيمة السوقية للسوق).

وتقيس نشاط أو سيولة سوق الأسهم نسبة لحجمه وتعبّر عن مدى كفاءة سوق الأسهم (Levine,1996).

المتغيرات التوضيحية المستخدمة في الدراسة:

إن العديد من الدراسات على سبيل المثال (Greenwood and Jovanovic 1990)، و Smith (Greenwood and 1996) تفترض أن هناك عدد من المتغيرات التي تؤثر على أداء القطاع المالي منها:

١- معدل الفائدة الاسمي (r): ويتوقع أن يكون أثره سلبياً على أداء القطاع المالي. وتمثل الفائدة المبلغ النقدي الذي يحصل عليه المقرض أو تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأموال سائلة، حيث يعكس معدل الفائدة السائد في السوق مفاضلة بين القوة الشرائية الحالية والقوة الشرائية المستقبلية، لأن معدل الفائدة يمثل سعر الائتمان ويؤدي وظيفته في توزيع الأموال بين الاستخدامات المختلفة في الحاضر والمستقبل.

يعتبر معدل الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية، فالتغير في معدل الفائدة يؤثر في قرارات الأفراد سواء كانوا مستهلكين أو مستثمرين، ويقدم معدل الفائدة على المستوى الفردي معلومات مهمة باعتباره مؤشراً للقطاع العائلي للمفاضلة بين القوة الشرائية الحالية والمستقبلية، حيث يختلف الأفراد في أذواقهم فبعضهم يفضل الاستهلاك الحالي (الاقتراض) وبعضهم يفضل الاستهلاك المستقبلي (يقترض)، والبعض الآخر لا تفضل لديه عند معدل فائدة معين، فالأمر سيان له بين الاستهلاك الحالي أو المستقبلي.

٢- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPp) حيث أن نمو متوسط دخل الفرد يمكن أن يؤدي إلى نمو الوسائط المالية (القدر، ٢٠٠٣) ويعتبر بديلاً للدخل. ويتوقع أن يكون أثره إيجابياً على أداء القطاع المالي حيث إن زيادة الدخل تنعكس على شكل زيادة في الاستهلاك وبالتالي زيادة الطلب الكلي. كما أن زيادة الدخل قد تنعكس على زيادة في الادخار وبالتالي زيادة الاستثمار.

٣- الإنفاق الحكومي (G) نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعتبر الإنفاق الحكومي أحد أدوات السياسة المالية، وسواء أكانت النفقات جارية أو رأسمالية فإن زيادتها يؤدي إلى تحسن أداء القطاع المالي حيث إن حجم النفقات الحكومية مرتبط بنسبة التطور للدولة، فالدولة التي تنمو وتتطور وتزداد التزاماتها مع اتساع تدخلها لخدمة الأفراد، يؤدي لاحقاً إلى زيادة نفقاتها من خلال أدوات السياسة المالية المختلفة التي تشكل الطريق الذي تنتهجه الحكومة لتخطيط نفقاتها وتدبير وسائل تمويلها فوجود سياسة مالية توسعية تمثل الزيادة في الإنفاق الحكومي يتم تمويله بطرح الأسهم والسندات من قبل الحكومة، وبالتالي تخفيض الاستهلاك وزيادة الاستثمار في الأسهم والسندات المطروحة، حيث ارتبط مفهوم الإنفاق بدور الدولة في النشاط الاقتصادي (فريدمان، ١٩٨٧).

كما سيتم استخدام مؤشر المستوى الحدي للتضخم  $D$  وسيتم قياس هذا المؤشر باستخدام مؤشر وهمي يعبر فيه الرقم (1) عندما يكون معدل التضخم الفعلي أكبر من المستوى الحدي للتضخم ورقم (0) عندما يكون معدل التضخم الفعلي أقل من أو يساوي المستوى الحدي للتضخم، وذلك أسوة بالدراسات التي تناولت موضوع التضخم وأداء القطاع المالي.

علما بان جميع البيانات في هذه الدراسة سنوية.

## نتائج التقدير. Estimation Result :

### أ- اختبار استقرار الدالة. Stationary Test (Unit Root Test):

أشارت نتائج اختبار ADF و اختبار P-P في الجدول (١)، أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى الأساسي (Levels) ولكنها تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول (First-difference)، أي أن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (1) .

يتضح من الجدول (1) أن السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات محل الدراسة غير ساكنة في مستوياتها الأساسية، حيث إن جميع القيم المقدرة لقيم (t) سواء باستخدام اختبار ADF أو اختبار P-P أقل من القيم المجدولة (الدرجة) في قيمتها المطلقة، مما يعني أنها غير معنوية إحصائياً. بمعنى آخر أنه بناءً على النتائج الإحصائية بالجدول السابق، فإنه تم قبول فرضية العدم القائلة بعدم سكون المتغيرات موضع الدراسة في مستوياتها. إلا أنه عند احتساب الفرق الأول لهذه المتغيرات نجد أنها تصبح معنوية؛ مما يعني إمكانية رفض فرضية العدم المتمثلة في عدم سكون المتغيرات في مستوياتها واحتوائها على جذر الوحدة. وباختصار، فإن السلاسل الزمنية للمتغيرات موضع الدراسة متكاملة من الدرجة (1) . أي إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً.

جدول ١١: نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات.

القيمة الجدولية		اختبار PP		اختبار ADF		الرمز	المتغير
%١٠	%٥	1st. Differences	levels	1st. Differences	levels		
-1.609	-1.953	-2.078*	1.584	-2.173*	1.093	Lcpi	لوغريتم الرقم القياسي لتكاليف المستهلك
-1.609	-١,٩٥٢	- 5.121*	١,٤٩٦	-5.102*	1.427	LG	لوغريتم الإنفاق الحكومي
-1.609	-1.953	3.992*	-1.946	-4.729*	1.561	LGD Pp	لوغريتم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
-1.610	-1.952	-2.813*	-1.159	-2.901*	-0.951	LR	معدل الفائدة
-1.610	-1.952	- 4.662*	-1.177	-4.650*	-1.173	LFD	لوغريتم نسبة عرض النقد بمعناه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (العمق المالي)

-1.610	-1.952	-4.548*	-1.968	-4.561*	-1.008	LBC	لوغريتم نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي
-1.610	-1.953	-3.452*	-0.284	-3.643*	-1.285	VT	لوغريتم نسبة التداول إلى النتائج المحلي الإجمالي
-1.610	-1.953	-4.532*	-1.492	-4.547*	-1.039	LTOR	لوغريتم معدل الدوران و الممثل بحجم التداول السنوي بالنسبة لإجمالي القيمة السوقية السنوية
-1.610	-1.953	-4.247*	0.753	-4.249*	0.881	LMC	لوغريتم نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد
-1.610	-1.953	-3.639*	-0.757	-1.970*	-1.097	LMC AP	لوغريتم معدل القيمة السوقية

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 0% و 10%

ب- نتائج تحليل التكامل المشترك (Co-integration Test) من خلال اختبار جوهانسن للتكامل المشترك:

بما أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة الأولى، فإنه يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen S, 1995). ولتحديد فترات التباطؤ، تم استخدام نموذج (VAR).

وتشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الواردة المبني على اختبار القيم المميزة عند مستوى القيمة العظمى (Maximum Eigenvalues Test) واختبار الأثر (Trace Test) بين مؤشرات الأداء المالي ومعدل التضخم في الجداول (12,13,14,15,16,17) إلى رفض الفرضية الصفرية ( $r = 0$ ) بعدم وجود تكامل ذي دلالة معنوية عند مستوى 5%، وعندها يمكن قبول الفرضية البديلة بأن المتغيرات متكاملة، وأن هناك متجهاً تكاملياً واحداً على الأقل؛ الأمر الذي يؤكد وجود علاقة توازن في المدى الطويل بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن خلال فترة الدراسة. هذا وقد تم تحديد فترات الإبطاء بـ (١) لجميع النماذج باستثناء القيمة السوقية وحجم التداول في السوق المالي حيث كانت فترة إبطاء (٢)، وقد تم الاعتماد على اختبار اكايك Akaike في تحديد فترات الإبطاء. ويمكن كتابة النماذج التكاملية كما يلي:

١- مؤشر العمق المالي.

$$\dots(1-3-5) \quad - 0.039 \log R \quad + 0.306 \log LGDPP \quad 0.89 \log CPI - \log FD = -2.623$$

## جدول ١٢: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن للعمق المالي

القيمة الحرجة الاختبار الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.005	27.584	34.34769		47.856	54.62884	0.805165	$r = 0^*$
8	34		0.0101	13			
0.093	21.131	19.10256		29.797	20.28115	0.597333	$r \leq 1$
9	62		0.4040	07			
0.999	14.264	1.117006		15.494	1.178591	0.051801	$r \leq 2$
7	60		0.9998	71			
0.804	3.8414	0.061584		3.8414	0.061584	0.002928	$r \leq 3$
0	66		0.8040	66			

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 0 %



٢- مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد:

$$(2-3-5) \dots\dots 0.097 \log R + 0.106 \log LGDPP = -0.664 + 0.199 \log CPI \log D(MC)$$

جدول ١٣: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لمؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد.

القيمة الحرجة لاختبار القيمة الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.021	27.584	30.42674	0.0199	47.856	51.88989	0.765170	$r = 0^*$
0	34						
0.193	21.131	16.56600	0.3294	29.797	21.46316	0.545636	$r \leq 1$
5	62						
0.785	14.264	4.649947	0.8196	15.494	4.897156	0.198625	$r \leq 2$
2	60						
0.619	3.8414	0.247210	0.6190	3.8414	0.247210	0.011703	$r \leq 3$
0	66						

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

٣- مؤثر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي:

$$(3-3-5)... \quad 15.117 \log \text{LGDP} - 1.838 \log R - = 117.3 - 1.620 \log \text{CPI} \log \text{BC}$$

جدول ١٤: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لنسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع

الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

القيمة الحرجة لاختبار القيمة الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.047	28.588	28.79548	0.0269	54.07904	56.97885	0.746201	$r = 0^*$
0	08						
0.194	22.299	17.70307	0.2332	35.19275	28.18337	0.569584	$r \leq 1$
0	62						
0.424	15.892	9.090360	0.5927	20.26184	10.48030	0.351358	$r \leq 2$
2	10						
0.892	9.1645	1.389940	0.8927	9.164546	1.389940	0.064045	$r \leq 3$
7	46						

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

٤- مؤشر معدل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

$$(4-3-5) \dots\dots\dots R \ 0.774665 \log + \text{CPI} \ -1.802263 \log = 5.068743 \ \text{LogMCAP}$$

جدول 15: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لمعدل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

القيمة الحرجة لاختبار القيمة الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.0001	21.131 62	38.60222	0.0006	29.797 07	44.091 89	0.827032	$r = 0^*$
0.7490	14.264 60	4.942814	0.7548	15.494 71	5.4896 69	0.201223	$r \leq 1$
0.4596	3.8414 66	0.546855	0.4596	3.8414 66	0.5468 55	0.024551	$r \leq 2$

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

٥-مؤشر معدل دوران الأسهم:

$$-2.087 \log R - 18.286 \log LGDPp..(5-3-5) \text{ LogMCAP} = 140.9 - 1.975 \log CPI$$

جدول ١٦: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لمعدل دوران الأسهم

القيمة الحرجة لاختبار القيمة الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.047	28.58808	28.79534	0.0488	4	54.20008	0.746199	$r = 0^*$
0.220	22.29962	17.22310	0.3761	5	25.40473	0.559633	$r \leq 1$
0.701	15.89210	6.736489	0.8093	4	8.181630	0.274421	$r \leq 2$
0.883	9.164546	1.445141	0.8831	6	1.445141	0.066502	$r \leq 3$

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

٦- مؤشر حجم التداول في السوق المالي:

$$-0.024 \log \text{LGDPp} - 0.191 R = -0.168 \log \text{CPI} \log \text{VT} \dots\dots(6-3-5)$$

جدول 17: اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لحجم التداول في السوق المالي.

القيمة الحرجة لاختبار القيمة الذاتية العظمى		القيمة الذاتية العظمى Maximam value Statistic	القيمة الحرجة لاختبار الأثر		اختبار الأثر Trace Statistic	القيمة الذاتية Eigen value	فرضية العدم لمتجه التكامل Vector
Prob.	5 %		Prob.	5 %			
0.000	24.159		40.174				$r = 0^*$
0	21	60.33294	0.0000	93	84.47754	0.958223	
0.109	17.797		24.275				$r \leq 1$
7	30	15.42954	0.0519	96	24.14460	0.556067	
0.161	11.224		12.320				$r \leq 2$
5	80	8.208446	0.1864	90	8.715053	0.350806	
0.539	4.1299		4.1299				$r \leq 3$
5	06	0.506607	0.5395	06	0.506607	0.026311	

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

ج- تحليل العلاقة بين المتغيرات باستخدام نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) واختبار السببية لجرينجر Granger Causality/Block.

إن وجود التكامل المشترك بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم يتضمن حسب (جرينجر، Granger) وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل، وبما أن جميع المتغيرات في نموذج VAR متكاملةً تكاملاً مشتركاً ولتحديد اتجاه العلاقة السببية في الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات موضع الدراسة نستخدم نموذج متجهات تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM) لمعرفة اتجاه العلاقة بين المتغيرين وتحليل سلوك العلاقة في الأجلين القصير والطويل. وقد وضع (إنجل وجرينجر، Engle-Granger)، كيف يمكن إدخال طريقة "جرينجر" التقليدية لاختبار السببية في نموذج متجهات تصحيح الخطأ Error Correction Model (VECM). فإذا كانت المتغيرات في نموذج Vector Autoregression (VAR) متكاملةً تكاملاً مشتركاً، فإنه يمكن استخدام نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM) المشتق من نموذج VAR من أجل تحديد اتجاه السببية وتقدير سرعة تكييف أي اختلال في الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل بين المتغيرات محل الدراسة.

وتتميز هذه الطريقة بأنها تربط العلاقة السببية بتحليل التكامل المشترك. فإذا كان اختبار التكامل المشترك يشير إلى وجود علاقة بين متغيرين في الأجل الطويل، فإن السببية يجب أن تكون موجودة على الأقل في اتجاه واحد، ولكن هذا لا يمكن دائماً اكتشافه إذا كانت النتائج مبنية على اختبار "جرينجر" التقليدي للسببية، ولكن يمكن تحديد اتجاه العلاقة عن طريق استخدام نموذج متجهات تصحيح الخطأ المشتق من التكامل المشترك في الأجل القصير والطويل.

إضافة إلى تحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات من خلال اختبار (VEC Granger Causality). ولتحليل العلاقة السببية قصيرة وطويلة الأجل بين التضخم ومؤشرات أداء القطاع المالي قد تم إجراء اختبار VECM واختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald.

وعليه يمكن تفسير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بناءً على نتائج اختبار VECM واختبار Causality كما في الجدول رقم (١٨) كالآتي:

أ- العلاقة السببية بين التضخم ومؤشرات أداء القطاع المصرفي:  
العلاقة السببية بين العمق المالي والتضخم:

أظهرت نتائج اختبار السببية وجود علاقة قصيرة الأجل أحادية الاتجاه من التضخم إلى العمق المالي. حيث إن التغير في معدل التضخم يساعد في تفسير التغير في مؤشر العمق المالي، حيث أظهرت نتائج اختبار VECM أن العلاقة بين معدل التضخم ونسبة عرض النقد بمعناه الواسع بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي (العمق المالي) هي علاقة سلبية ومعنوية في الأجل الطويل.

ويمكن تبرير هذه النتيجة بأن الارتفاع في معدل التضخم يؤدي إلى زيادة تكلفة الاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة، وانخفاض القوة الشرائية لدى الأفراد مما يؤدي إلى قيام الأفراد والمشروعات بتحويل النقود إلى سلع حقيقية، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Senhadji and Smith, 2001). ودراسة (Haslag, 1999) حيث أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود أثر سالب للتضخم (كمتغير بديل ينوب عن الكبح المالي) على العمق المالي.

من جهة أخرى، أظهرت النتائج علاقةً طرديةً ومعنويةً بين العمق المالي ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، حيث إن زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى زيادة عرض النقد. أما بالنسبة لمتغير معدل الفائدة فقد أظهرت النتائج علاقةً طرديةً وغير معنويةً بين معدل الفائدة والعمق المالي في الأجل الطويل.

العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد:

أظهرت النتائج وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من التضخم إلى نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد. حيث أن التغير في معدل التضخم يساعد في تفسير التغير في مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد؛ إذ أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة معنوية وطردية بين معدل التضخم ونسبة النقد المتداول إلى عرض النقد. فعند ارتفاع الأسعار يزداد الطلب على النقود وبالتالي ارتفاع النقد المتداول وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Rousseau and Wachtel, 2000). كما أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية بين نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد ومعدل الفائدة في الأجل الطويل.

العلاقة السببية بين التضخم ونسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أظهرت النتائج وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من التضخم إلى نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للناتج المحلي الإجمالي؛ حيث أن التغير في معدل التضخم يساعد في تفسير التغير في مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأجل القصير، ويمكن تبرير هذه النتيجة بأن الارتفاع في معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية مما يؤدي إلى خروج الأموال من النظام المالي. وانخفاض حجم الادخار، وبالتالي انخفاض توافر رأس المال اللازم للاستثمار مما يحد من قدرة النظام المصرفي على منح الائتمان، وبالتالي انخفاض التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص (Feldstein, 2002). وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Hellman, 2000) ودراسة (Barres, Boyed, Smith, 1998) حيث توصلوا إلى أن التضخم من أكبر عوائق الحصول على الائتمان. كما توصلت دراسة (King and Levine, 1993) إلى أن القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يزداد حجمها في الدول التي يكون فيها التضخم منخفضاً. بينما لم تظهر النتائج دلالة معنوية لأثر التضخم على المؤشر نفسه في الأجل الطويل.



من جهة أخرى، أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية بين مؤشر نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وبين كل من معدل الفائدة ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الأجل الطويل؛ حيث إن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى انخفاض الطلب على الإقراض وبالتالي انخفاض نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي. كما أن انخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يعني تراجع القدرة الائتمانية لدى الأفراد في الحصول على القروض مما يؤدي إلى انخفاض نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

#### ب- العلاقة السببية بين التضخم ومؤشرات السوق المالي:

العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي. أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من التضخم إلى القيمة السوقية، حيث إن التغيرات في معدل التضخم تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر معدل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث أظهرت نتائج اختبار VECM بأن العلاقة بين مؤشر معدل القيمة السوقية ومعدل التضخم علاقة سلبية وذات دلالة معنوية في الأجل الطويل، ويعود السبب في ذلك إلى أن ارتفاع معدل التضخم يترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم، وذلك لأنه يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب وبالتالي انخفاض في القيمة السوقية للأسهم، كما يساهم في انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها وتنسجم هذه النتيجة مع دراسة (Boyd, Levine, 2001) ودراسة (King and Levine, 1993).

### العلاقة السببية بين معدل دوران الأسهم والتضخم:

أظهرت النتائج وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من التضخم إلى معدل دوران الأسهم في الأجل القصير. ويمكن تفسير العلاقة العكسية بين التضخم ومعدل الدوران إلى أن انخفاض معدل دوران الأسهم يعود إلى تضخم أسعار الأسهم للشركات حيث غالباً ما يرتفع مؤشر دوران الأسهم للأسهم ذات الأسعار المنخفضة وينخفض للأسهم ذات الأسعار المتضخمة، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( King and Levine, 1993). بينما لا توجد علاقة ذات أثر معنوي للتضخم على دوران الأسهم في الأجل الطويل.

كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ومعنوية بين مؤشر معدل دوران الأسهم وبين معدل الفائدة، ويعزى ذلك إلى أن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى إحجام الناس عن التداول في السوق المالي وبالتالي انخفاض معدل دوران الأسهم.

### العلاقة السببية بين حجم التداول في السوق المالي والتضخم:

أظهرت النتائج وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من التضخم إلى حجم التداول في السوق المالي في الأجل القصير، كما أن التغير في معدل التضخم يساعد في تفسير التغير في مؤشر حجم التداول في السوق المالي في الأجل الطويل؛ حيث أظهرت نتائج اختبار VECM بأن العلاقة بين مؤشر حجم التداول في السوق المالي ومعدل التضخم علاقة عكسية وذات دلالة معنوية في الأجل الطويل؛ حيث إن ارتفاع الأسعار وزيادة معدل التضخم يؤدي إلى تراجع عملية شراء الأسهم في السوق المالي بسبب انخفاض العائد الحقيقي المتوقع للأرباح مما يساهم في انخفاض حجم التداول. كما وأظهرت النتائج وجود علاقة غير معنوية بين مؤشر حجم التداول نسبة إلى GDP وبين ونصيب الفرد من GDP. جدول 18: نتائج اختبار VECM ونتائج اختبار العلاقة السببية بين التضخم ومؤشرات أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

النموذج	المتغيرات التابعة	نتائج اختبار السببية VEC Granger Causality/ Block Exogeneity Wald Tests		نتائج العلاقة طويلة الأجل VECM	
		Chi-sq	Prob.	co	T test
الأول	INF→FD	5.578017	*0.0182	-0.989310	*-10.4527
	FD→INF	0.999396	0.3175		
الثاني	INF→MC	5.602899	*0.0179	-0.199763	*4.26096
	MC→INF	0.013280	0.9083		
الثالث	INF→BC	6.355015	*0.0117	-1.620534	-1.06217
	BC→INF	0.043227	0.8353		
الرابع	INF→MCAP	4.001712	*0.0455	-1.802263	*-8.65466
	MCAP→INF	0.226530	0.6341		
الخامس	INF→TOR	6.393693	*0.0115	-1.975437	-1.02013
	TOR→INF	0.009687	0.9216		
السادس	INF→VT	4.557466	*0.0328	-0.168692	*-7.99971
	VT→INF	0.193576	0.6600		

\* تشير إلى رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية ٥ %

التحليل الديناميكي قصير الأجل:

تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

وهي طريقة تصف السلوك الديناميكي للنموذج، حيث يتم تجزئة تباين التنبؤ لكل متغير إلى أجزاء مختلفة، فمقدار التباين للتنبؤ في أي متغير يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه وإلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويعطي هذا التحليل معلومات عن الأهمية النسبية لأثر التغير المفاجئ ( Shock ) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع متغيرات النموذج. (Johansen, S. 1988). وقد تم الحصول على نتائج تحليل مكونات التباين اعتماداً على نتائج نموذج تصحيح الخطأ للمتجه (Vector Error Correction Model).

١- تحليل مكونات التباين لمؤشر العمق المالي:

تظهر نتائج الجدول رقم (19) بأنه عند تحليل مكونات تباين العمق المالي يظهر أن ١٠٠% من الخطأ في التنبؤ تعزى إلى المتغير نفسه في الفترة الأولى، ثم تنخفض هذه النسبة لتصل إلى حوالي ٧٥% بعد عشر سنوات. في حين أن حوالي ١١% من الخطأ يعزى إلى التغير في معدل التضخم و ٦% و ٧% تعزى إلى كل من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة في الفترة العاشرة. ويشير ذلك إلى أن التغيرات في معدل التضخم يؤثر بشكل واضح في العمق المالي، وتعكس هذه النتيجة مدى قوة تأثير التضخم على مؤشر العمق المالي، إذ إن أي تغير بسيط في معدل التضخم ينعكس على العمق المالي، كما أن الضغوط التضخمية تسمح للبنك المركزي بالتدخل بقصد احتواء آثار التضخم وامتصاص السيولة النقدية وبالتالي تقليل عرض النقد مما ينعكس على العمق المالي.

جدول ١٩: تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر العمق المالي.

Variance Decomposition of FD:					
Period	S.E.	FD	LCPI	LGDP	R
1	0.038296	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.057687	88.26282	4.678332	2.135634	4.923213
3	0.069105	84.43688	6.581992	1.601833	7.379291
4	0.074858	82.35747	8.220529	1.976207	7.445789
5	0.078323	80.13912	9.261697	3.065876	7.533304
6	0.080866	78.57563	9.788160	4.267037	7.369169
7	0.083086	77.42661	10.15296	5.137476	7.282958
8	0.085309	76.57171	10.39652	5.779250	7.252517
9	0.087572	75.88476	10.60989	6.232050	7.273303
10	0.089853	75.25373	10.80868	6.604959	7.332630

## ٢- تحليل مكونات التباين لمؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد:

تظهر نتائج الجدول (20) بأنه عند تحليل مكونات تباين العمق المالي يظهر أن ١٠٠% من الخطأ في التنبؤ تعزى إلى المتغير نفسه، ثم تنخفض هذه النسبة لتصل إلى حوالي ٢٩% بعد عشر سنوات، في حين أن حوالي ١١% من الخطأ يعزى إلى التغير في معدل التضخم بعد عشر سنوات، بينما تعزى النسبة الأكبر والبالغة ٥٩% إلى معدل الفائدة. وهذا يعني أن القوة التفسيرية للتضخم أقل من القوة التفسيرية لسعر الفائدة وأن قرار الأفراد في الطلب على النقود يعود بالدرجة الأولى إلى معدل الفائدة السائد ثم إلى معدل التضخم الذي يؤثر بشكل إيجابي على نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد منسجماً مع ما جاء في تحليل السببية.

جدول ٢٠: تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد.

Variance Decomposition of LMC:					
Period	S.E.	LMC	LCPI	R	LGDPP
1	0.031219	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.050765	86.26900	4.533542	8.886583	0.310875
3	0.068061	73.38523	3.894448	22.54237	0.177952
4	0.084522	62.05828	2.596517	35.18316	0.162043
5	0.098726	53.76581	2.178558	43.90671	0.148924
6	0.111694	46.93463	2.819559	50.09213	0.153680
7	0.123663	41.32767	4.325899	54.18674	0.159689
8	0.134923	36.68937	6.331637	56.81056	0.168430
9	0.145572	32.86633	8.546081	58.41080	0.176783
10	0.155691	29.71102	10.75577	59.34843	0.184785

٣- تحليل مكونات التباين لمؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي:

تظهر نتائج تحليل التباين كما في الجدول رقم (21) أنه عند تحليل مكونات تباين نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أن ١٠٠% من الخطأ تعزى إلى المتغير نفسه، ثم تبدأ هذه النسبة بالانخفاض إلى أن تصل إلى ٦٥% بعد عشر سنوات، في حين أن حوالي 4% من الخطأ تعزى إلى معدل التضخم بعد عشر سنوات، في حين أن النسبة الأكبر والبالغة حوالي ٢٩% تعزى إلى سعر الفائدة؛ وهذا يعني أن القوة التفسيرية لمعدل التضخم على نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص ضعيفة مقارنة مع معدل الفائدة الذي يفسر النسبة الأكبر والبالغة ٢٩%. ذلك بالرغم من وجود علاقة سببية سالبة في المدى القصير بين التضخم وهذه النسبة، حيث إن تأثير التضخم يتم عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي.

جدول ٢١: تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

Variance Decomposition of LBC:					
Period	S.E.	LBC	LCPI	R	LGDP
1	0.438471	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.636088	89.84029	3.662579	6.493771	0.003357
3	0.856882	78.96367	6.020285	14.81413	0.201916
4	1.072788	72.44183	6.585270	20.48397	0.488927
5	1.273188	68.86437	6.376155	23.95486	0.804620
6	1.454963	66.94490	5.896659	26.05543	1.103012
7	1.619910	65.93028	5.362223	27.32993	1.377562
8	1.770418	65.41771	4.855288	28.10313	1.623877
9	1.908966	65.18640	4.403437	28.56712	1.843046
10	2.037612	65.11334	4.011117	28.83883	2.036711



#### ٤- تحليل مكونات التباين لمؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

تظهر نتائج تحليل التباين بأنه عند تحليل مكونات تباين معدل القيمة السوقية أن ١٠٠% من الخطأ في التنبؤ تعزى إلى المتغير نفسه، ثم تنخفض هذه النسبة لتصل إلى حوالي ١٧% بعد عشر سنوات، في حين أن حوالي ٢٦% من الخطأ تعزى إلى التغير في معدل التضخم و٤٠% و١٧% تعزى إلى كل من معدل الفائدة والإنفاق الحكومي في الفترة العاشرة. وتعكس هذه النتيجة قوة تأثير كل من المتغيرات على مؤشر معدل القيمة السوقية وأقواها معدل الفائدة ثم يليها معدل التضخم؛ مما يعني أن القوة التفسيرية لمعدل الفائدة أقوى ثم يليه تأثير التضخم الذي يؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية للأسهم نسبة للناتج المحلي الإجمالي محصلة لارتفاع العائد المطلوب وانخفاض قيمة الأرباح الحقيقية للشركات نتيجة ارتفاع تكاليف الإنتاج، ويأتي هذا منسجماً مع نتائج اختبار السببية.

جدول: ٢٢ تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي

#### الإجمالي.

Variance Decomposition of LMCAP:				
Period	S.E.	LMCAP	LCPI	R
1	0.097952	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.119283	67.47395	7.729550	24.79650
3	0.162119	45.04887	5.441519	49.50961
4	0.242591	48.58097	2.693638	48.72539
5	0.323405	50.68161	2.657893	46.66050
6	0.408375	51.67338	6.244948	42.08167
7	0.492728	48.71920	13.11521	38.16560
8	0.579001	44.44785	21.50453	34.04762
9	0.662274	39.80470	29.50028	30.69502
10	0.740805	35.63147	36.47877	27.88976

### ٥- تحليل مكونات التباين لمؤشر معدل دوران الأسهم:

تظهر نتائج تحليل التباين بأنه عند تحليل مكونات تباين معدل دوران الأسهم أن ١٠٠% من الخطأ في التنبؤ تعزى إلى المتغير نفسه، ثم تنخفض هذه النسبة لتصل إلى حوالي 65% بعد عشر سنوات، في حين أن حوالي 6% من الخطأ تعزى إلى التغير في معدل التضخم و 28% تعزى إلى معدل الفائدة و 0.9% تعزى إلى نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة العاشرة. وهذا يعني أن تأثير التضخم على معدل دوران الأسهم يأتي بعد تأثير معدل الفائدة عليه؛ حيث أن ارتفاع معدل التضخم ينعكس سلباً على معدل دوران الأسهم الذي ينخفض نتيجة عزوف الأفراد عن تداول الأسهم، وهذا ما أكدته نتائج اختبار السببية في المدى القصير.

### جدول ٢٣ تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر معدل دوران الأسهم.

Variance Decomposition of LTOR:					
Period	S.E.	LTOR	LCPI	LGDP	R
1	0.414407	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.598197	87.55976	4.115586	0.299898	8.024756
3	0.822482	77.07972	7.108781	0.185146	15.62636
4	1.025264	71.59285	7.935213	0.166081	20.30586
5	1.214127	68.49590	8.004186	0.256278	23.24364
6	1.383433	66.84961	7.685948	0.370349	25.09409
7	1.537347	65.96062	7.241534	0.509191	26.28865
8	1.677642	65.51130	6.766307	0.651247	27.07114
9	1.806935	65.30909	6.309306	0.792789	27.58881
10	1.927034	65.25025	5.888392	0.928111	27.93324

## ٦- تحليل مكونات التباين لمؤشر حجم التداول في السوق المالي:

تظهر نتائج تحليل التباين بأنه عند تحليل مكونات تباين حجم التداول في السوق المالي أن ١٠٠% من الخطأ في التنبؤ تعزى إلى المتغير نفسه، ثم تنخفض هذه النسبة لتصل إلى حوالي ١٢% بعد عشر سنوات، في حين أن حوالي ٦٧% من الخطأ تعزى إلى التغير في معدل التضخم و٣%، و١٨% تعزى إلى نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة العاشرة. مما يدل إلى قوة تأثير التضخم على حجم التداول في السوق المالي، وهذا يظهر القوة التفسيرية لمعدل التضخم على حجم التداول، حيث إن التغير في معدل التضخم ينعكس سلباً على حجم التداول مما يؤيد نتائج اختبار السببية.

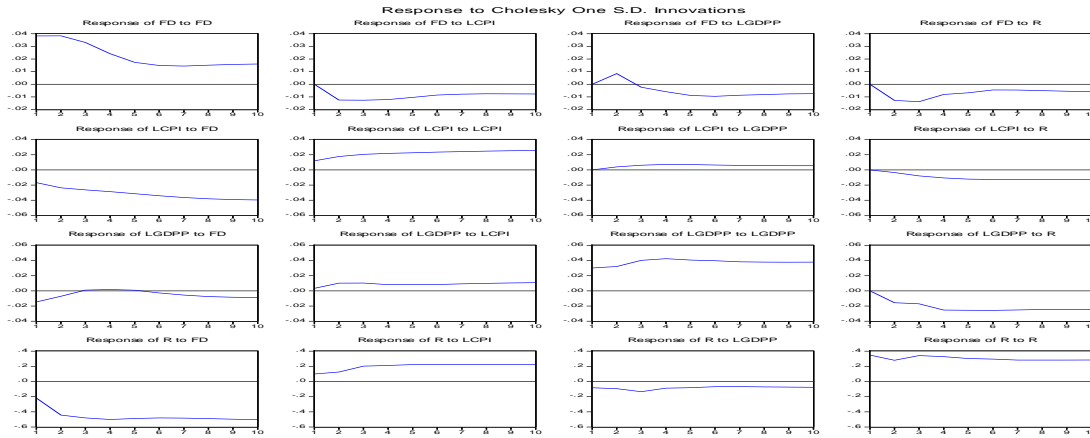
## جدول ٢٤: تحليل مكونات التباين لأثر التضخم على مؤشر حجم التداول في السوق المالي.

Variance Decomposition of VT:					
Period	S.E.	VT	LCPI	LGDP	R
1	0.021964	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.029435	93.99558	3.106805	2.561792	0.335824
3	0.046718	67.85906	13.50813	1.163300	17.46950
4	0.096488	23.45014	50.34806	1.974723	24.22708
5	0.172171	10.80252	64.84646	1.287623	23.06339
6	0.250756	8.672741	69.83404	0.638090	20.85513
7	0.321687	8.880330	70.73878	0.818255	19.56263
8	0.387618	10.03079	69.63198	1.730869	18.60636
9	0.447754	11.07531	68.19441	2.729847	18.00043
10	0.505317	11.84832	66.92844	3.513277	17.70996

نتائج اختبار دالة استجابة ردة الفعل:

استجابة مؤشر العمق المالي للتغير بمعدل التضخم:

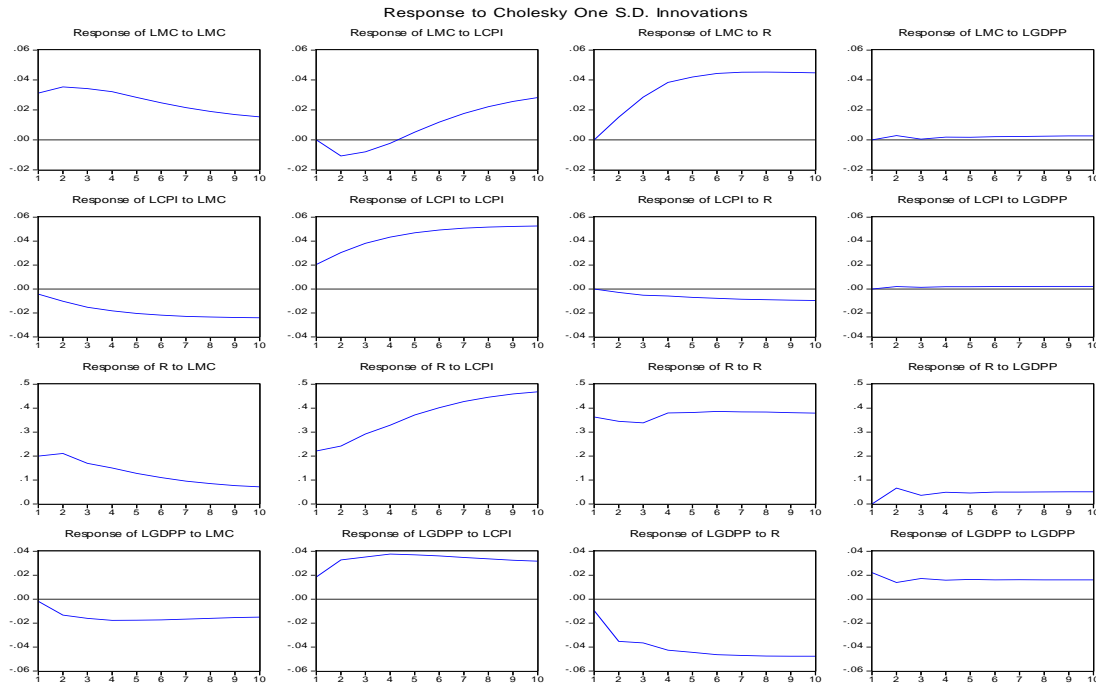
يلاحظ من خلال الشكل رقم (٦) استجابة ردة الفعل لمؤشر العمق المالي لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛ حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي على مؤشر العمق المالي بحيث يجعله يبتعد عن المستوى التوازني حتى الفترة الثانية وبعد ذلك يبدأ هذا الأثر يقل تدريجياً وبشكل بطيء مفسراً تأثيره الدائم على العمق المالي. تتفق هذه النتيجة مع نتائج تحليل التباين واختبار السببية الذي أظهر علاقة سلبية بين التضخم والعمق المالي في المدى الطويل.



شكل ٦: استجابة مؤشر العمق المالي للتغير بمعدل التضخم.

## ٢- استجابة مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد للتغير بمعدل التضخم:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (٧) استجابة ردة الفعل لمؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛ حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي خلال الفترات الأربعة الأولى ثم يأخذ بالابتعاد عن نقطة التوازن، بحيث يصبح تأثيره إيجابياً. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج تحليل السببية التي تفسر وجود علاقة سببية بين المتغيرين حيث إن صدمة التضخم تنعكس على أداء مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد.



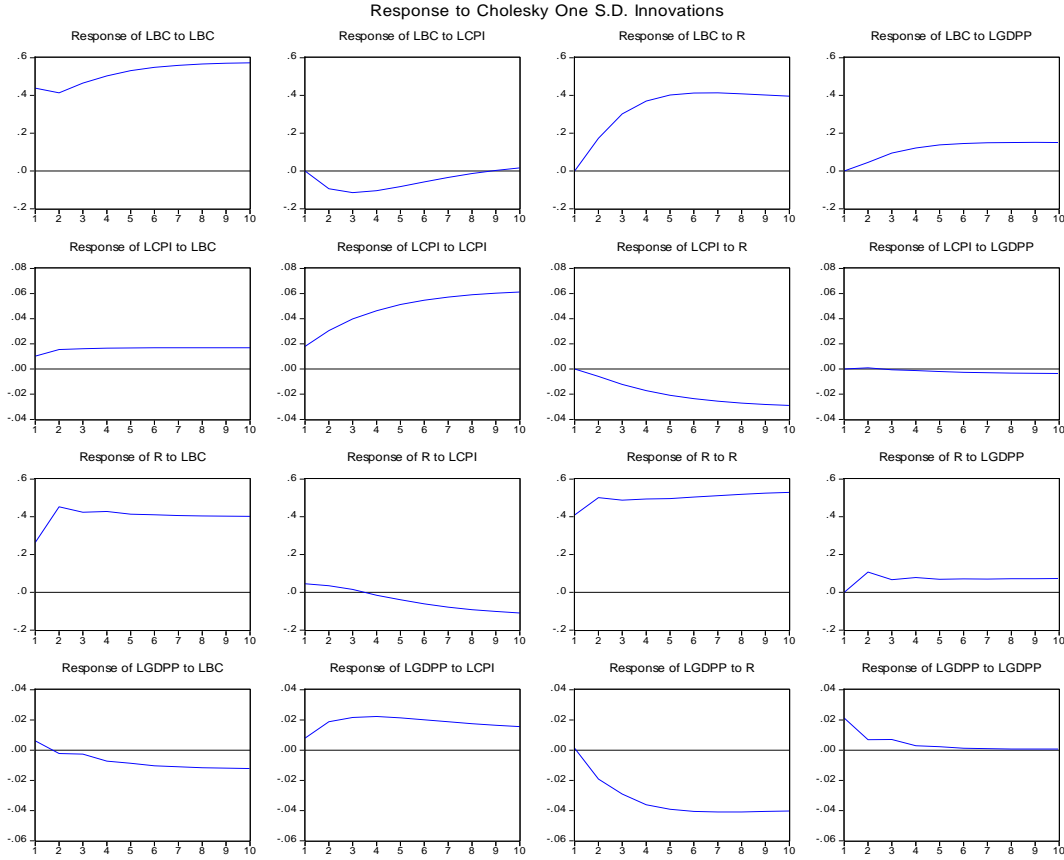
شكل ٧: استجابة مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد للتغير بمعدل التضخم.

٣- استجابة مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي للتغير بمعدل التضخم:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (٨) استجابة ردة الفعل لمؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛ حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي على نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص، إلا أن هذا الانخفاض يبدأ يقل متجهاً نحو التوازن بعد الفترة الثالثة إلى أن يتلاشى أثر الصدمة تماماً في الفترة الثامنة بحيث يصبح أثر التضخم على هذا المتغير غير معنوي في الأجل الطويل؛

مما يعني أن صدمة التضخم صدمة مؤقتة في تأثيرها على مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهذا ينسجم مع نتائج الاختبار الرئيسي الذي أظهر أن تأثير التضخم على مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية غير معنوي في الأجل الطويل.

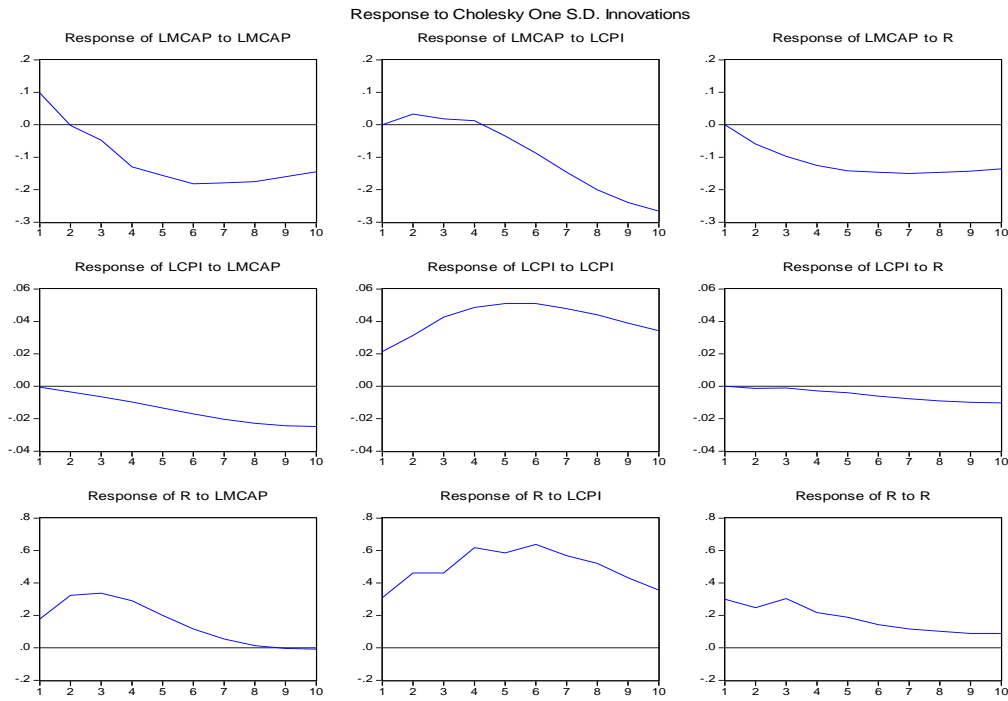
وتتفق هذه النتيجة مع نتائج اختبار السببية الذي أظهر وجود علاقة سببية تتجه من التضخم إلى مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص. كما وتنسجم هذه النتيجة مع اختبار تحليل التباين الذي أظهر وجود قوة تفسيرية للتضخم على هذا المؤشر ولكنها ضعيفة مقارنة بالمغيرات الأخرى.



شكل ٨: استجابة نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي للتغير بمعدل التضخم.

#### ٤-استجابة مؤشر القيمة السوقية للتغير بمعدل التضخم:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (٩) استجابة ردة الفعل لمؤشر معدل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛ حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي ودائم على القيمة السوقية نسبة للناتج المحلي الإجمالي منذ الفترة الرابعة، مما يشير إلى وجود صدمة دائمة، وتأتي هذه النتيجة مؤيدة لاختبار السببية الذي أظهر وجود علاقة سببية متجهه من التضخم إلى هذا المؤشر.

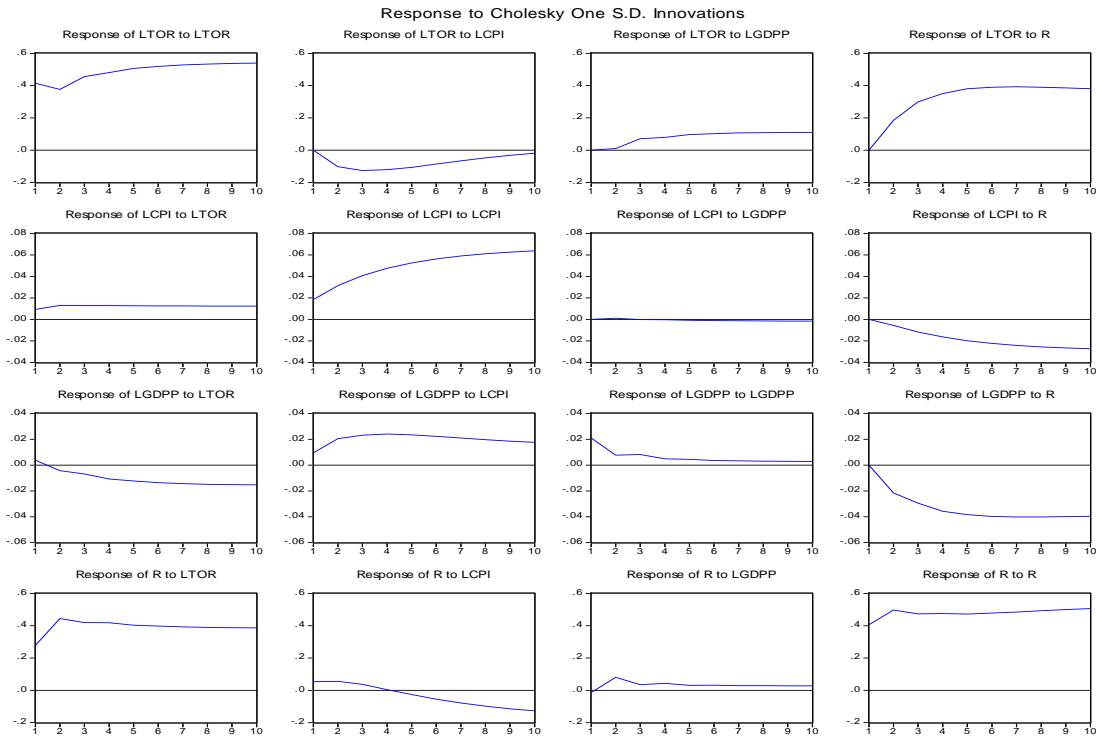


شكل ٩: استجابة مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي للتغير بمعدل التضخم.



### ٥- استجابة مؤشر معدل دوران الأسهم للتغير بمعدل التضخم:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (١٠) استجابة ردة الفعل لمؤشر قيمة معدل دوران الأسهم لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛ حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي على معدل دوران الأسهم ويستمر هذا التأثير السلبي حتى الفترة الثالثة حيث بعدها يبدأ هذا المؤشر بالتحرك باتجاه نقطة التوازن، بحيث يتلاشى الأثر في المدى الطويل وهذا يفسر العلاقة غير المعنوية لأثر التضخم على معدل الدوران في المدى الطويل، وتتفق هذه النتيجة مع تحليل اختبار السببية واختبار تحليل التباين الذي أظهر القدرة التفسيرية للتضخم على مؤشر معدل دوران الأسهم.



شكل ١٠: استجابة مؤشر معدل دوران الأسهم للتغير بمعدل التضخم

## ٦- استجابة مؤشر قيمة تداول الأسهم للتغير بمعدل التضخم:

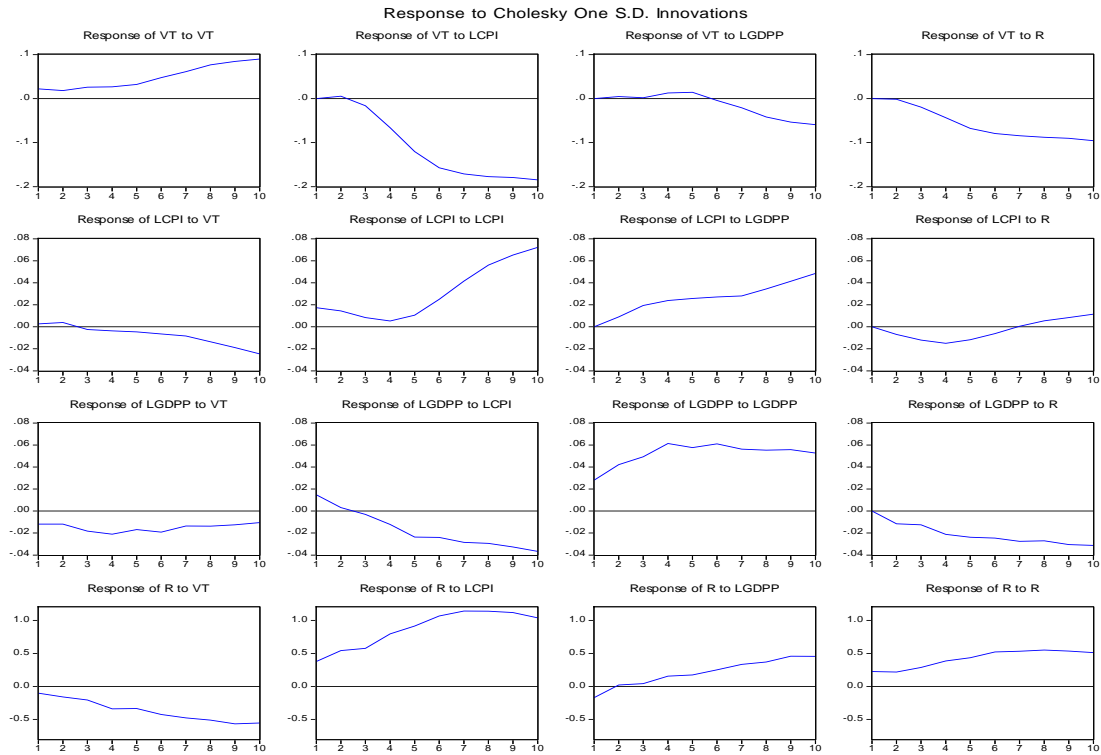
يلاحظ من خلال الشكل رقم (١١) استجابة ردة الفعل لمؤشر قيمة تداول الأسهم إلى الناتج المحلي

الإجمالي لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في معدل التضخم؛

حيث يتضح من الشكل أن أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم مقداره انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي منذ بداية الفترة الثانية ويستمر هذا التأثير السلبي مبتعداً عن نقطة التوازن، مما يعني

أن هذه الصدمة تؤثر بشكل دائم على هذا المتغير، وتأتي هذه النتيجة مؤيدةً لما جاء في اختبار

السببية وتحليل التباين الذي أظهر قوة تفسيرية للتضخم على هذا المتغير.



شكل ١١: استجابة مؤشر قيمة تداول الأسهم للتغير بمعدل التضخم.

من خلال استقراء نتائج اختبار VECM وكذلك اختبار السببية وتحليل كل من التباين ودالة ردة الفعل نستنتج وجود علاقة سببية وسالبة بين التضخم وجميع مؤشرات أداء القطاع المالي في المدى القصير، بالرغم من وجود تباين في القوه التفسيرية لأثر التضخم على هذه المؤشرات وكذلك طبيعة ردة فعل هذه المؤشرات للتغير في التضخم، ووجود أثر سالب ومعنوي من الناحية الإحصائية للتضخم على مؤشرات أداء القطاع المالي في المدى الطويل باستثناء مؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للناتج المحلي الإجمالي ومؤشر معدل دوران الأسهم اللذين أظهرتا علاقة سببية للتضخم عليهما في المدى القصير وعلاقة سالبة بينهما وبين التضخم في المدى الطويل ولكنها غير معنوية من الناحية الإحصائية.

في المحصلة تعتبر هذه النتائج إثبات لرفض فرضية العدم الأولى وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على وجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية للتضخم على أداء القطاع المصرفي في الأردن وقد تم اختبارها من خلال دراسة أثر التضخم على أداء مؤشرات القطاع المصرفي المتمثلة في العمق المالي ونسبة النقد المتداول إلى عرض النقد

وكذلك نسبة الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص. كما تعتبر إثبات لرفض فرضية العدم الثانية التي تنص على وجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية للتضخم على أداء السوق المالي في الأردن وقد تم اختبارها من خلال دراسة أثر التضخم على أداء مؤشرات السوق المالي المتمثلة في قيمة التداول في السوق المالي نسبة للناتج المحلي الإجمالي ومعدل القيمة السوقية وكذلك معدل دوران الأسهم.

## تقدير المستوى الحدي لمعدل التضخم على أداء القطاع المالي:

ولإيجاد المعدل الحدي (وهو الحد أو المستوى الذي يبدأ به تأثير المتغير بالتحول أو بالانكسار) لمتغير ما نقوم بعدد من الخطوات سيتم بيانها فيما يلي: (Ghazouan, 2004)

الخطوة الأولى يتم تحديد النموذج المستخدم ذي المستوى الحدي:

$$Y = \mu + \beta_1 X_t D(q_t \leq \gamma) + \beta_2 X_t D(q_t > \gamma) + e_t$$

حيث:

أ: الفترة الزمنية.

μ: معامل الحد الثابت.

Y: المتغير التابع.

X: المتغيرات المستقلة.

q: المتغير المطلوب إيجاد المستوى الحدي له.

γ: المستوى الحرج للمتغير المطلوب.

D: مؤشر وهمي يأخذ القيمة واحد صحيح في حالة كون الحد بين القوسين صحيح، بينما يأخذ قيمة صفر في حالة خلاف ذلك.

ويمكن إعادة كتابة النموذج السابق كما يلي:

$$Y_t = \begin{cases} \mu + \beta_1 X_t + e_t, & q_t \leq \gamma \\ \mu + \beta_2 X_t + e_t, & (q_t > \gamma) \end{cases}$$

في الخطوة الثانية يتم إعادة كتابة المعادلة السابقة بعد أخذ المتوسط الحسابي لبيانات متغيراتها على النحو التالي:

$$\bar{Y} = \mu + \beta' \bar{X}(\gamma) + e$$

ومن ثم إيجاد الفرق بين المعادلتين للحصول على ما يلي:

$$Y^* = \mu + \beta' X^*(\gamma) + e^*$$

حيث:

$$Y^* = \bar{Y} - Y_t$$

$$X^* = \bar{X} - X_t$$

$$e^* = \bar{e} - e_t$$

ومن ثم يتم إيجاد القيم المقدرة للمعامل  $\beta$  في ظل القيم المتغيرة  $\gamma$  بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية:

$$\hat{\beta}(\gamma) = (X^*(\gamma)' X^*(\gamma))^{-1} X^*(\gamma)' Y^*$$

وإيجاد متجه بواقي الانحدار

$$e^*(\gamma) = Y^* - X^*(\gamma) \hat{\beta}(\gamma)$$

وإيجاد مجموع مربعات الأخطاء:

$$S_1(\gamma) = e^*(\gamma)' e^*(\gamma)$$

وأخيراً يتم إيجاد المستوى الحدي للمتغير المطلوب وذلك عن طريق اختيار  $\gamma$  التي يترتب عليها إقلال مجموع مربعات الأخطاء.

وعند إجراء الخطوات السابقة لتحديد المعدل الحدي المقدر للتضخم وبيان أثره على أداء القطاع المالي يتبين أنه بلغ ٦% عند اختبار علاقته بمؤشرات أداء القطاع المصرفي، و٥% بعلاقته بمؤشرات أداء السوق المالي كما هو واضح في الملحق رقم (٣).

## جدول ٢٥: نتائج اختبار أثر المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي

القطاع	معدل التضخم الحرج
القطاع المصرفي	٦%
السوق المالي	٥%

وعند اختبار أثر المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي من خلال استخدام تقديرات المربعات الصغرى العادية OLS، وبالإشارة إلى الملحق رقم (٣) يتضح عدم وجود معنوية إحصائية لأثر المعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي حيث تشير قيمة الاحتمال إلى قبول فرضية عدم القائلة بعدم وجود أثر للمعدل الحدي للتضخم في هذه العلاقة عند مستوى معنوية ٥%.

مما يعني أن التغيير في معدل التضخم يؤثر على أداء القطاع المالي بغض النظر عن المعدل الحدي للتضخم؛ وهذا يعني قبول الفرضية الثالثة للدراسة التي تنص على أنه لا يوجد أثر سلبي للمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي في الأردن ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمعدل الحدي للتضخم على أداء القطاع المالي في الأردن.

وهذا يتفق مع دراسة (Ghazouan 2004) حيث خلصت الدراسة إلى وجود أثر سالب للتضخم على أداء القطاع المالي، وعدم وجود أثر معنوي للمعدل الحدي للتضخم في العلاقة محل الدراسة، حيث أظهرت النتائج أن التضخم يضر بأداء القطاع المالي بصرف النظر عن مقدار معدل التضخم السائد.

## الفصل السادس

### الاستنتاجات والتوصيات

#### الاستنتاجات:

عملت الدراسة على تحليل تأثير التضخم على القطاع المالي في الأردن وقد خرجت بالنتائج التالية: من خلال اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية اتضح أن كل متغيرات الدراسة التي تشمل على الرقم القياسي لتكاليف المعيشة، ومؤشرات أداء القطاع المالي إضافةً إلى متغير سعر الفائدة والإنفاق الحكومي ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، غير مستقرة بمستوياتها الأساسية مع مرور الزمن بينما هي مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

جاءت نتائج اختبار السببية لتظهر وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من التضخم إلى مؤشرات أداء القطاع المالي حيث إن الأول يسبب الثاني.

أظهرت نتائج تحليل مكونات تباين مؤشرات أداء القطاع المالي الى وجود تأثير قوي للتغير في معدل التضخم على أداء بعض مؤشرات أداء القطاع المالي (مثل مؤشر العمق المالي، والقيمة السوقية، وحجم التداول في السوق المالي)، إذ ان أي تغير بسيط سوف ينعكس بدرجة عالية على أداء هذه المؤشرات، وهذا يعني وجود علاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي. وتعتبر هذه النتيجة اثبات للفرضية البديلة الأولى والثانية التي تنص على ان هناك علاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي.

أظهرت نتائج تحليل مكونات تباين مؤشرات أداء القطاع المالي ازدياد النسبة التي تعزى الى التغير في معدلات الفائدة، وتعكس هذه النتيجة استجابة مؤشرات أداء القطاع المالي للتغير بمعدل الفائدة. وتعتبر هذه النتيجة منطقية وتتفق مع ما توصلت له بعض الدراسات من حيث اعتبار سعر الفائدة قناة لانتقال اثر التضخم.

أظهر اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل بان أي تغيير مفاجئ في معدل التضخم بمقدار انحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي ودائم على كلا من مؤشر العمق المالي ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر قيمة التداول في السوق المالي، وهذا يفسر قوة استجابة هذه المؤشرات للتغير في معدل التضخم. في حين يظهر هذا التأثير بشكل سلبي ومؤقت على كلا من مؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد ومؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص ومؤشر معدل دوران الاسهم.

جاءت نتائج التقدير القياسي للنموذج مؤكدة على وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية للتضخم على أداء القطاع المصرفي والمتمثل بمؤشرات العمق المالي ونسبة النقد المتداول إلى عرض النقد ولكنها غير دالة إحصائياً بالنسبة لمؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص، وتؤكد هذه النتائج على أهمية دور المؤسسات النقدية والمالية في المحافظة على أداء جيد للقطاع المصرفي من خلال السيطرة على معدل على ضوء نتائج مؤشرات السوق المالي التي تمثل بورصة عمان للأوراق المالية، تبين أن للتضخم أثراً سلبياً على أداء السوق المالي في الأردن خلال فترة الدراسة، وهذا ما أكدته الواقع العملي في الأردن.

أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية إحصائية لأثر المعدل الحدي للتضخم بخصوص العلاقة مع القطاع المالي، حيث تم تقدير هذا المعدل بحوالي ٦% في العلاقة التي تربط التضخم بالقطاع المصرفي و٥% في العلاقة التي تربط التضخم بأداء السوق المالي؛ مما يعني أن للتضخم أثراً سلبياً على أداء القطاع المالي بغض النظر عن المستوى الحدي للتضخم.



## التوصيات:

بناءً على أهداف هذه الدراسة ومن خلال استعراضنا للنتائج، توصي الدراسة بما يلي:

فهم العلاقة بين التضخم والقطاع المالي واعتبار القطاع المالي وسيط لنقل اثر التضخم للنمو الاقتصادي مهم بالنسبة لصانعي القرار ويساهم في تعزيز قدرتهم على اختيار الاستراتيجيات اللازمة وتصميم السياسات التي من شأنها تحقيق الاهداف الكلية .

التنبه الى ضرورة السيطرة على معدل التضخم مهما كانت التكاليف وذلك من اجل المحافظة على استقرار الاقتصاد الكلي وتحقيق تطور في اداء القطاع المالي. اذ يمكن الحد من نمو معدل التضخم في الأردن من خلال ضبط السياسة المالية المتمثلة في تقليل وتيرة الإنفاق الحكومي خاصة الجاري، ويمكن للسياسة المالية أن تحد من معدل نمو عرض النقد من خلال إصدار سندات حكومية، كما يجب على البنك المركزي إتباع الأسلوب غير المباشر في إدارة السياسة النقدية، فتجارب البنوك المركزية المتقدمة تشير إلى أن الأسلوب المباشر لإدارة السياسة النقدية عبر الأدوات التقليدية كأداة سعر الفائدة لم تعد ذات جدوى كبيرة في ضبط معدلات نمو العرض النقدي.

اعداد دراسة للفترة 1978-2008 بحيث تعتمد على بيانات شهرية لبيان اثر التضخم على اداء القطاع المالي في الاردن، بحيث تشمل فترة الازمة المالية العالمية.



صندوق النقد العربي، (٢٠٠٠) التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، أبو ظبي، معهد الدراسات المصرفية.

ضو، خليفة، (٢٠٠٠) القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

طريف، جليل، (٢٠٠٦) التطورات الحديثة في بورصة عمان، الأردن.

عمر، حسين (٢٠٠٠) الاستثمار والعملة، دار الكتاب الحديث، القاهرة.

عواودة، وليد مجلي (١٩٩٨) تحليل العلاقة بين محددات السيولة وحجم التسهيلات الائتمانية، رسالة ماجستير، آل البيت، الأردن.

فريدمان، ملتون، (١٩٨٧) الحرية الرأسمالية، ترجمة يوسف عليان، مركز الكتب الأردني، عمان.

هندي، عدنان (١٩٩٧) المصارف العربية على مشارف القرن الحادي والعشرين، التحديات والفرص، مجلة المصارف العربية، اتحاد المصارف العربية.

يحيى، وداد يونس، (٢٠٠١) النظرية النقدية، دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل، الموصل.

Azariadis, C. and B. D. Smith (1996). "Private Information, Money, and Growth: Indeterminacy, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect." *Journal of Economic Growth*.

Ball, Laurence (1992). "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?" *Journal of Monetary Economics*, 29, June.

Barnes M, J. Boyd and B. Smith. (1999). "Inflation and asset returns", *European Economic Review*.

Barnes M. (2001). Threshold relationships among inflation, financial market development and growth, Working Paper N°00-4, School of Economics, University of Adelaide.

Barro, Robert J. (1996). "Inflation and Growth," *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, 78(3), May/June.

Barro,R(1991). "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*.

Beck , Thorsten and Levine ,Ross (2001). "Stock Markets, Banks And Growth ", *University of Minnesota, The World Bank Development Research Group*.

Boyd, John H., Ross Levine and Bruce D. Smith.(1996). "Inflation and Financial Market Performance," *Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 96*.

Boyd, J., R. Levine, and B. Smith (2001). "The impact of inflation on financial sector performance," *Journal of Monetary Economics*.

Boyd, J. and Smith, B. (1997). Capital market imperfections, international credit markets, and non convergence, *Journal of Economic Theory*.

Bullard, J. and J.W., Keating, (1995). The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies. Journal of Monetary Economics.

Creane, Susan, Rishi Goyal, A.Mushfiq Mobarak, and Randa Sab (2003). Financial Development in the Middle East and North Africa, Finance and Development Magazine, IMF.

Demirguc-Kunt, A. and R. Levine, (1996). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. World Bank Economic Review.

Dickey, D. A. and W. A. Fuller. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root," Journal of the American Statistical Association.

Engle, R. F. and C. W.J.Granger. (1987) "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing,"Econometric.

Fischer, Stanley, (1993) "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," Journal of Monetary Economics, 32(3).

Friedman, Milton, and Schwartz, Anna J. (1963). A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton: Princeton University Press.

Greene, W. H. (2003). Econometric Analysis. 5th Ed. New Jersey: Prentice-Hall.

Gregrio, j. and Guidotti, E. (1995). Financial Development and Economic Growth, Word Development.

Gujarati ,Damonar N. (1995) "Basic Econometrics" , Third Edition, McGraw-HILL Inc.

Gurley, John G. and Shaw, Edward S. (1955). Financial Aspects of Economic Development. American Economic Review.

Haslag, Joseph and Jahyeong Koo. (1999) "Financial Repression, Financial Development and Economic Growth," Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 99-02, January.

Hendry, D. F. and K. Juselius (2000). Explaining cointegration analysis: Part I. Energy Journal.

Hellman, J. Jones, Kaufmann, G, and Schankerman, M. (2000). Measuring governance and State Capture: The Role of Bureaucrats and Firms in Shaping the Business Environment. Working Paper 51, European Bank for Reconstruction and Development.

Honohan, Patrick. (2003). The accidental tax: Inflation and the financial sector. Unpublished manuscript, The World Bank.

Hussain, Nureldin, and Mohammed, Nadir. (2002). Resource Mobilization, Financial Liberalization, and Investment: The Case of Some African Countries. Retrived from: [http://reseau.crdi.ca/es/ev-9309-201-1-DO\\_TOPIC.html](http://reseau.crdi.ca/es/ev-9309-201-1-DO_TOPIC.html).

Huybens, E., and B. Smith (1999). "Inflation, financial markets, and long-run real activity," Journal of Monetary Economics.

Johansen, S. and K. Juselius.(1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co-integration with the Application to the Demand for Money," Oxford Bulletin of Economics and Statistics.

Khan, Mohsen.S and Shenhadji Abed Alhak.S (2000).” Financial Development and Growth.”, Africa Economic Research Consortium Meeting, Nairobi.

Khan, M., Senhadji, A. and B. Smith (2001). ‘Inflation and Financial Depth’, IMF Working Paper, No. 01/44, Washington D.C.

Khan, M., and A. Senhadji (2001) “Threshold effects in the relationship between inflation and growth,” IMF Staff Papers.

Khan, Mohsin (2002). Inflation, Financial Deepening and Economic Growth, Banco de Mexico Conference on Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development, Mexico City.

King, R.G. and R. Levine (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth, Journal of Monetary Economics.

King, Robert G. and Levine, Ross. (1993). Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence. Journal of Monetary Economics.

King Robert G.and Ross Levine (1993),”Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, The Quarterly Journal of Economic, World Bank.

Kutan, A.M. and Aksoy, Tansu. (2003). Public information arrival and the Fisher effect in emerging. Journal of Monetary Economics.

Kwiatkowski, D., P.Phillips, P.Schmidt and Y.Shin. (1992).“Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root,” Journal of Econometrics.

Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998), “Law and Finance,” Journal of Political Economy.

Levine, Ross. and Zervos, .Sara (1998).”Stock Markets, Banks And Economic Growth.”, World Bank Policy Research, American Economic Review.

Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000). “Financial intermediation and growth: causality and causes,” Journal of Monetary Economics.

Levine, Ross and Sara Zervos. (1998). “Stock Market Development and Long-Run Growth,” World Bank Economic Review, 10.

Levine, Ross (1997).” Financial Development and Economic Growth”, Journal of Economic Literature, Virginia.

Levine, Ross (2004).” Finance and Growth:Theory and Evidence ”, Journal of Economic Literature, university of Minneapolis.

Levine, Ross, Loayza, Norma and Beck, Thorsten.(2000). Financial Intermedition and Growth: Causality and Causes. Journal of Monetary Economics ,August.

Lütkepohl, H. (2001).”Vector Autoregressions,” in B. H. Baltagi (ed.), A Companion to Theoretical Econometrics, Blackwell Publishers.

Manoel F. Bittencourt, (2007), “Inflation and Finance: Evidence from Brazil” Working Paper .

MacKinnon, J. ,(1991). “Critical Values for Co-integration Tests ,In R. F. Engel and C. W. J. Granger, eds., Long Run Economic Relationships: Readings in Co-integration, Oxford: Oxford University Press .

McKinnon, Ronald I., (1973). Money and Capital in Economic Development, Washington D.C., Brookings Institution.



Mishkin, Frederics, (2000).The Economics of Money, Banking and Financial Markets, sixth Edition.

Mubarik, Yasir Ali. (2005)." Inflation and Growth: An Estimate of the Threshold Level of Inflation in Pakistan, State Bank of Pakistan Working Paper.

Schwert, William.(1989).Why Does Stock Market Volatility Change Over Time? Journal of Finance.

Schwert and Samuels.Wilks, (2004). Applied Economics, Time Series, second edition.

Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.

Walsh, Carl E. (2000). Monetary Theory and Policy, Massachusetts Institute of Technology, 2nd printing, 2000.

Weston, J, Fned, Besley, seott & Brigham, F (1996). Essentials of Managerial Finance, II. Ed, New york.

Wei, Willian W.S (1990). Time Series Analysis: University and Multivariate Methods, Addison Wesley Publishing, Inc.New York U.S.A.

الملاحق

## الملحق ١

معدل التضخم في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

السنة	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	التضخم
1978	26.71	7.26
1979	30.50	14.19
1980	33.83	10.91
1981	37.90	12.04
1982	40.40	6.60
1983	41.13	1.80
1984	42.79	4.04
1985	43.99	2.81
1986	43.99	0.00
1987	43.90	-0.21
1988	46.86	6.74
1989	58.87	25.64
1990	68.39	16.17
1991	74.03	8.24
1992	76.99	4.00
1993	79.48	3.24
1994	82.35	3.60

2.24	84.20	1995
6.59	89.74	1996
2.99	92.42	1997
3.10	95.29	1998
0.58	95.84	1999
0.68	96.49	2000
1.82	98.24	2001
1.79	100.00	2002
1.60	101.60	2003
3.35	105.00	2004
3.52	108.70	2005
6.26	115.50	2006

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة لعيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤.

السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، ٢٠٠٨.

## الملحق ٢.

معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

نسبة الناتج المحلي الإجمالي / عدد السكان	عدد السكان**	الناتج المحلي الإجمالي*	السنة
١٠٣٢,٠	٢,٠	٧٩٥,٤	١٩٧٨
١١٨٨,٣	٢,١	٩٨٢,٥	١٩٧٩
١٢٦٢,٠	٢,٢	١١٦٤,٨	١٩٨٠
١٤٢٣٤,٠	٢,٣	١٤٤٨,٧	١٩٨١
١٤٦٨,١	٢,٤	١٦٤٩,٩	١٩٨٢
١٣٨١,٢	٢,٥	١٧٨٦,٦	١٩٨٣
١٣٨٦,٧	٢,٦	١٩٠٩,٧	١٩٨٤
١٢٩٨,٧	٢,٧	١٩٧٠,٥	١٩٨٥
١٣١٨,٩	٢,٨	٢٢٤٠,٥	١٩٨٦
١٢٩٩,١	٢,٩	٢٢٨٦,٧	١٩٨٧
١٢٦٨,٨	٣,٠	٢٣٤٩,٥	١٩٨٨
١٠٩٠,٦	٣,١	٢٤٢٥,٤	١٩٨٩
٩٨٦,٠	٣,٥	٢٧٦٠,٩	١٩٩٠
٩٣٨,٧	٣,٧	٢٩٥٨	١٩٩١
١٠٣٣,٥	٣,٨	٣٦١٠,٥	١٩٩٢

١٠٣٩,٦	٤,٠	٣٨٨٤,٣	١٩٩٣
١٠٥٢,٨	٤,١	٤٣٥٨,٣	١٩٩٤
١٠٨٥,٣	٤,٣	٤٧١٤,٧	١٩٩٥
١٠٧٧,٧	٤,٤	٤٩١٢,٢	١٩٩٦
١٠٨٣,١	4.6	٥١٣٧,٥	١٩٩٧
١٠٨٧,٥	4.7	٥٦٠٩,٨	١٩٩٨
١٠٩٣,٦	4.9	٥٧٦٧,٣	١٩٩٩
١١١٠,٥	5.0	٥٩٨٩,١	٢٠٠٠
١١٣٦,٦	5.2	٦٣٣٩,١	٢٠٠١
١١٦٣,٣	5.3	٦٦٩٨,٨	٢٠٠٢
١١٨٠,٥	٥,٢	٧٢٠٣,٦	٢٠٠٣
١٢٤٢,٨	٥,٤	٨١٦٤,٤	٢٠٠٤
١٦٣١,٠	٥,٥	٨٩٢٥,٠	٢٠٠٥
١٨٥٣,٠	٥,٦	١٠٣٧٨,٠	٢٠٠٦

\* القيمة بالمليون دينار أردني ولسنة اساس ١٩٩٤.

\*\* بالمليون نسمة.

\*\*\* تم التقريب إلى أقرب منزلة عشرية واحدة من قبل الباحثة.

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة لعيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي، ٢٠٠٤.

٢- السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، ٢٠٠٨.

## الملحق ٣.

نسبة الإنفاق الحكومي / الناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

السنة	الإنفاق الحكومي	الناتج المحلي الإجمالي*	نسبة الإنفاق الحكومي / الناتج المحلي الإجمالي
١٩٧٨	33.97	٧٩٥,٤	4.27
١٩٧٩	44.69	٩٨٢,٥	4.55
١٩٨٠	44.74	١١٦٤,٨	3.84
١٩٨١	49.94	١٤٤٨,٧	3.45
١٩٨٢	47.00	١٦٤٩,٩	2.85
١٩٨٣	42.93	١٧٨٦,٦	2.40
١٩٨٤	46.84	١٩٠٩,٧	2.45
١٩٨٥	46.80	١٩٧٠,٥	2.38
١٩٨٦	43.99	٢٢٤٠,٥	1.96
١٩٨٧	43.69	٢٢٨٦,٧	1.91
١٩٨٨	53.59	٢٣٤٩,٥	2.28
١٩٨٩	84.51	٢٤٢٥,٤	3.48
١٩٩٠	84.56	٢٧٦٠,٩	3.06
١٩٩١	82.27	٢٩٥٨	2.78
١٩٩٢	1372.50	٣٦١٠,٥	38.01

36.34	٣٨٨٤,٣	1411.60	١٩٩٣
36.43	٤٣٥٨,٣	1587.80	١٩٩٤
35.93	٤٧١٤,٧	1693.90	١٩٩٥
36.43	٤٩١٢,٢	1789.60	١٩٩٦
38.00	٥١٣٧,٥	1952.00	١٩٩٧
37.22	٥٦٠٩,٨	2087.70	١٩٩٨
35.36	٥٧٦٧,٣	2039.50	١٩٩٩
36.52	٥٩٨٩,١	2187.10	٢٠٠٠
36.54	٦٣٣٩,١	2316.30	٢٠٠١
35.77	٦٦٩٨,٨	2396.20	٢٠٠٢
39.01	٧٢٠٣,٦	2809.80	٢٠٠٣
38.96	٨١٦٤,٤	3180.50	٢٠٠٤
39.65	٨٩٢٥,٠	3538.90	٢٠٠٥
37.70	١٠٣٧٨,٠	3912.30	٢٠٠٦

\* القيمة بالمليون دينار أردني ولسنة ١٩٩٤ ساس ١٩٩٤.

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة لعيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤،

2- السنوات (2003-2006)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، 2008.



## الملحق ٤.

نسبة النقد المتداول/عرض النقد في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

النقد المتداول/عرض النقد*	عرض النقد	النقد المتداول	السنة
0.58	375.4	219.5	1978
0.58	472.7	275.4	1979
0.59	594.8	351.6	1980
0.59	701.7	412.3	1981
0.60	787.5	470	1982
0.59	869.4	516	1983
0.60	878.4	530.5	1984
0.63	848.2	531.8	1985
0.65	897.1	583.9	1986
0.67	979.8	655.8	1987
0.69	1181.4	811.2	1988
0.66	1326.5	871.1	1989
0.70	1432.8	1006.2	1990
0.62	1600.4	992.4	1991
0.58	1716.1	1003.9	1992
0.61	1730.1	1047.9	1993

0.61	1746.2	1072.6	1994
0.60	1745.6	1050.9	1995
0.62	1539.2	952.2	1996
0.60	1642.4	987.6	1997
0.59	1613.9	952.8	1998
0.62	1777.1	1106.6	1999
0.61	2026.7	1239.9	2000
0.57	2119.7	1202.4	2001
0.54	2316.2	1252.7	2002
0.49	2919.8	1443.7	2003
0.44	3192.9	1414.4	2004
0.41	4061.3	1657.2	2005
0.44	4566.5	2027.4	2006

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة لعيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤،

٢- السنوات (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، ٢٠٠٨.

## الملحق ٥.

معدل دوران الأسهم في الأردن للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٦).

السنة	قيمة التداول في السوق المالي (١)	القيمة السوقية للسوق المالي (٢)	معدل الدوران للأسهم*
1978	5.60	286.10	0.02
1979	15.80	452.30	0.03
1980	41.40	495.50	0.08
1981	75.40	834.60	0.09
1982	128.30	1034.80	0.12
1983	141.40	1053.40	0.13
1984	59.30	911.70	0.07
1985	66.70	926.90	0.07
1986	69.50	891.80	0.08
1987	148.20	929.40	0.16
1988	132.60	1104.70	0.12
1989	367.60	1400.40	0.26
1990	268.90	1293.20	0.21
1991	302.80	1707.10	0.18
1992	887.00	2295.60	0.39
1993	968.60	3463.90	0.28

0.15	3409.30	495.10	1994
0.12	3495.40	419.00	1995
0.07	3461.20	248.60	1996
0.09	3862.00	355.20	1997
0.11	4156.60	464.40	1998
0.09	4137.70	389.50	1999
0.10	3509.60	334.70	2000
0.15	4476.70	668.70	2001
0.19	5029.00	950.30	2002
0.24	7772.80	1855.20	2003
0.29	13033.80	3793.00	2004
0.63	26667.10	16871.00	2005
0.67	21078.20	14209.90	2006

معدل الدوران = (٢)/(١)

المصادر: ١- السنوات (١٩٧٧-٢٠٠٢) البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة لعيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي،

٢٠٠٤،

2- السنوات (2003-2006)، البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

## الملحق ٦.

نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن

خلال الفترة (١٩٨٧-٢٠٠٦).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر العمق المالي:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(FD)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	5.578017	1	0.0182
D(LGDPP)	2.661043	1	0.1028
D(R)	0.135003	1	0.7133
All	9.824996	3	0.0201
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD)	0.999396	1	0.3175
D(LGDPP)	0.906490	1	0.3410

D(R)	0.333805	1	0.5634
All	2.530110	3	0.4699
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD)	0.766680	1	0.3812
D(LCPI)	8.535227	1	0.0035
D(R)	6.257468	1	0.0124
All	16.36320	3	0.0010
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD)	2.653623	1	0.1033
D(LCPI)	0.754043	1	0.3852
D(LGDPP)	0.022932	1	0.8796
All	3.632282	3	0.3040

## تابع الملحق ٦

. نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن  
خلال الفترة (1987-2006).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(LMC)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	5.602899	1	0.0179
D(LGDPP)	1.077756	1	0.2992
D(R)	0.061226	1	0.8046
All	6.743449	3	0.0805
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMC)	0.013280	1	0.9083
D(LGDPP)	0.668351	1	0.4136

D(R)	0.776736	1	0.3781
All	2.074446	3	0.5571
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMC)	0.037876	1	0.8457
D(LCPI)	18.77824	1	0.0000
D(R)	5.018042	1	0.0251
All	25.92637	3	0.0000
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMC)	0.407101	1	0.5234
D(LCPI)	0.065374	1	0.7982
D(LGDPP)	1.444369	1	0.2294
All	2.186393	3	0.5346



تابع الملحق ٦. نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن  
خلال الفترة (١٩٨٧-٢٠٠٦).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص  
بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(LBC)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	6.355015	1	0.0117
D(LGDPP)	0.007399	1	0.9315
D(R)	0.394726	1	0.5298
All	9.631495	3	0.0220
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LBC)	0.043227	1	0.8353

D(LGDPP)	0.216535	1	0.6417
D(R)	1.718375	1	0.1899
All	2.055070	3	0.5611
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LBC)	2.540043	1	0.1110
D(LCPI)	43.15072	1	0.0000
D(R)	2.630653	1	0.1048
All	56.47140	3	0.0000
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LBC)	1.256889	1	0.2622
D(LCPI)	0.996412	1	0.3182
D(LGDPP)	3.289934	1	0.0697
All	3.548449	3	0.3145

## تابع الملحق ٦.

نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن

خلال الفترة (1987-2006).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر معدل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(LMCAP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	4.001712	1	0.0455
D(R)	3.177362	1	0.0747
D(LGDPP)	2.357570	1	0.1247
All	21.08213	3	0.0001
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMCAP)	0.226530	1	0.6341

D(R)	2.264197	1	0.1324
D(LGDPP)	0.563867	1	0.4527
All	2.911421	3	0.4055
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMCAP)	0.002693	1	0.9586
D(LCPI)	1.848348	1	0.1740
D(LGDPP)	2.816575	1	0.0933
All	3.040771	3	0.3854
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LMCAP)	0.623374	1	0.4298
D(LCPI)	22.81281	1	0.0000
D(R)	2.181892	1	0.1396
All	34.18890	3	0.0000

## تابع الملحق ٦

نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن  
خلال الفترة (1987-2006).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(VT)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	4.557466	1	0.0328
D(LGDPP)	0.377489	1	0.5390
D(R)	1.775718	1	0.1827
All	7.842271	3	0.0494
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VT)	0.193576	1	0.6600
D(LGDPP)	0.326668	1	0.5676

D(R)	1.912627	1	0.1667
All	2.219623	3	0.5281
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VT)	0.004936	1	0.9440
D(LCPI)	47.77020	1	0.0000
D(R)	3.540275	1	0.0599
All	55.70915	3	0.0000
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VT)	1.029575	1	0.3103
D(LCPI)	1.319250	1	0.2507
D(LGDPP)	3.035566	1	0.0815
All	3.220571	3	0.3589

## تابع الملحق ٦.

نتائج اختبار السببية بين مؤشرات أداء القطاع المالي والتضخم في الأردن

خلال الفترة (1987-2006).

نتائج العلاقة السببية بين التضخم ومؤشر معدل دوران الأسهم:

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 1978 2007			
Included observations: 21			
Dependent variable: D(LTOR)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCPI)	6.393693	1	0.0115
D(LGDPP)	0.273321	1	0.6011
D(R)	1.282295	1	0.2575
All	11.60224	3	0.0089
Dependent variable: D(LCPI)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LTOR)	0.009687	1	0.9216

D(LGDPP)	0.190467	1	0.6625
D(R)	1.734668	1	0.1878
All	2.182868	3	0.5353
Dependent variable: D(LGDPP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LTOR)	1.320219	1	0.2506
D(LCPI)	45.02912	1	0.0000
D(R)	5.653076	1	0.0174
All	58.62633	3	0.0000
Dependent variable: D(R)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LTOR)	0.826748	1	0.3632
D(LCPI)	0.653678	1	0.4188
D(LGDPP)	2.758622	1	0.0967
All	2.832368	3	0.4182



## الملحق ٧

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن  
خلال الفترة (1987-2006).

أثر المعدل الحدي للتضخم على العمق المالي:

العمق المالي fd							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	0.004166	0.070746	0.058887	0.9536	0.645655	1.014251
	D * (INF- INF*)	0.016996	0.076741	0.221466	0.8267		
	LG	0.437173	0.080755	5.4136	0		
	R	-0.04331	0.043473	-0.9963	0.3295		
2.5	INF	0.020368	0.055915	0.364261	0.719	0.644902	1.016407
	D * (INF- INF*)	-0.00081	0.062615	-0.01299	0.9898		
	LG	0.432204	0.081183	5.323807	0		
	R	-0.04391	0.043686	-1.00503	0.3253		
3	INF	0.026974	0.044982	0.599668	0.5546	0.645332	1.015176
	D * (INF- INF*)	-0.00873	0.052112	-0.16748	0.8685		
	LG	0.428634	0.081316	5.271231	0		
	R	-0.04473	0.043743	-1.02253	0.3172		

3.5	INF	0.035323	0.038196	0.924776	0.3647		
	D * (INF- INF*)	-0.01973	0.04621	-0.42705	0.6733		
	LG	0.423162	0.080733	5.24151	0	0.64769	1.00841
	R	-0.04545	0.043442	-1.0461	0.3064	3	8
5	INF	0.045239	0.029285	1.544772	0.1361		
	D * (INF- INF*)	-0.03841	0.041064	-0.93544	0.3593		
	LG	0.419814	0.077773	5.397913	0	0.65791	0.97916
	R	-0.04784	0.042861	-1.11607	0.2759	4	2
5.75	INF	0.057881	0.02441	2.371242	0.0265		
	D * (INF- INF*)	-0.06309	0.036719	-1.71816	0.0992		
	LG	0.405846	0.075074	5.405953	0		
	R	-0.05014	0.041069	-1.2208	0.2345	0.685293	0.900796
7	INF	0.048125	0.019345	2.487696	0.0205		
	D * (INF- INF*)	-0.05819	0.033798	-1.7217	0.0985		
	LG	0.41914	0.073846	5.675893	0		
	R	-0.04965	0.041035	-1.21003	0.2386	0.685440	0.900373

## تابع الملحق ٧.

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن

خلال الفترة (١٩٨٧-٢٠٠٦).

أثر المعدل الحدي للتضخم على النقد المتداول إلى عرض النقد:

نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد MC							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	-0.07537	0.018481	-4.07792	0.0005	0.811031	0.065451
	D * (INF- INF*)	0.073994	0.020145	3.673139	0.0013		
	R	0.083629	0.011352	7.367178	0		
	Lgdpp	-0.05699	0.035579	-1.60176	0.1235		
2.5	INF	-0.06585	0.01372	-4.79908	0.0001	0.833565	0.057646
	D * (INF- INF*)	0.066056	0.015443	4.277526	0.0003		
	R	0.086315	0.01071	8.059149	0		
	Lgdpp	-0.05226	0.033476	-1.5611	0.1328		
	INF	-0.05588	0.010714	-5.21499	0		
3	D * (INF- INF*)	0.057137	0.012478	4.578944	0.0001	0.843906	0.054064
	R	0.08746	0.0104	8.409527	0		
	Lgdpp	-0.05023	0.032451	-1.54782	0.1359		
	INF	-0.05588	0.010714	-5.21499	0		



			0.00490				
	INF	-0.02787	7	-5.67955	0		
	D * (INF-	0.03981	0.00847	4.69833			
	INF*)	1	4	6	0.0001		
		0.08558	0.01021	8.37791			
	R	4	5	8	0		
			0.03072			0.84782	
7	Lgdpp	-0.08125	6	-2.64417	0.0148	9	0.052706
			0.00469				
	INF	-0.02547	5	-5.42447	0		
	D * (INF-	0.04100		4.44257			
	INF*)	6	0.00923	7	0.0002		
		0.08459	0.01047	8.07294			
	R	7	9	3	0	0.83930	
8	Lgdpp	-0.08884	0.03147	-2.823	0.0099	5	0.055658

## تابع الملحق ٧.

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة

(١٩٨٧-٢٠٠٦).

أثر المعدل الحدي للتضخم على نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي:

نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي DC							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	0.003119	0.03579	0.087152	0.9313	0.820399	0.245459
	D*(INF-INF*)	0.003742	0.039011	0.095919	0.9245		
	R	0.033196	0.021983	1.510073	0.1453		
	Lgdpp	0.631669	0.068901	9.16773	0		
2.5	INF	0.007006	0.028318	0.247392	0.8069	0.820326	0.245558
	D*(INF-INF*)	-0.00057	0.031872	-0.01787	0.9859		
	R	0.032985	0.022105	1.492211	0.1498		
	lgdpp	0.629421	0.069092	9.109902	0		
3	INF	0.007003	0.022834	0.306713	0.7619	0.820328	0.245556
	D*(INF-INF*)	-0.00059	0.026593	-0.02231	0.9824		
	R	0.032963	0.022164	1.487214	0.1512		
	lgdpp	0.629326	0.069159	9.099704	0		

3.5	INF	0.007593	0.019529	0.388809	0.7012	0.820351	0.245524
	D* (INF-INF*)	-0.00137	0.023728	-0.05791	0.9543		
	R	0.032887	0.022073	1.489929	0.1504		
	lgdpp	0.62867	0.068786	9.139484	0		
5	INF	0.016521	0.014874	1.110742	0.2787	0.824522	0.239824
	D* (INF-INF*)	-0.01522	0.020985	-0.72547	0.4758		
	R	0.031039	0.021841	1.421171	0.1693		
	lgdpp	0.61956	0.066779	9.277787	0		
5.75	INF	0.017935	0.013169	1.361886	0.187	0.827475	0.235788
	D* (INF-INF*)	-0.01885	0.019738	-0.95492	0.35		
	R	0.030466	0.021651	1.407144	0.1734		
	lgdpp	0.617828	0.065923	9.371923	0		
6	INF	0.018209	0.011922	1.527413	0.1409	0.829760	0.232665
	D* (INF-INF*)	-0.02062	0.018674	-1.10427	0.2814		
	LG	0.030144	0.021501	1.402014	0.1749		
	R	0.617283	0.065283	9.455559	0		
7	INF	0.015672	0.010338	1.515948	0.1438	0.828825	0.233944
	D* (INF-INF*)	-0.01866	0.017852	-1.04524	0.3073		
	LG	0.030636	0.021522	1.423453	0.1686		
	R	0.623676	0.064734	9.634409	0		
8	INF	0.014023	0.009668	1.450468	0.161	0.827337	0.235976
	D* (INF-INF*)	-0.01797	0.019006	-0.94533	0.3548		
	LG	0.031224	0.021577	1.447104	0.162		
	R	0.627402	0.064798	9.682355	0		

## تابع الملحق ٧.

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة

(١٩٨٧-٢٠٠٦).

أثر المعدل الحدي للتضخم على القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي mcap							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	0.248469	0.105494	2.355297	0.0274	0.751409	2.255277
	D * (INF-INF*)	-0.2304	0.114434	-2.01336	0.0559		
	R	-0.16074	0.064825	-2.47952	0.0209		
	Lg	0.647123	0.120419	5.373928	0		
2.5	INF	0.240047	0.079543	3.017835	0.0061	0.773277	2.056884
	D * (INF-INF*)	-0.22992	0.089073	-2.58128	0.0167		
	R	-0.17008	0.062146	-2.73678	0.0118		
	Lg	0.62821	0.115488	5.439604	0		
3	INF	0.356576	0.152394	2.339836	0.0279	0.411293	12.70467
	D * (INF-INF*)	-0.37763	0.173065	-2.18198	0.0391		
	R	-0.51978	0.12891	-4.03211	0.0005		



3.5	D *	INF (INF- INF*) R	0.334621 -0.37077 -0.50928	0.127831 0.151341 0.126412	2.617687 -2.44991 -4.02873	0.0151 0.022 0.0005	0.435644	12.17916
5	D *	INF (INF- INF*) R	0.302448 -0.39888 -0.51383	0.091074 0.126039 0.118568	3.320897 -3.16477 -4.3336	0.0029 0.0042 0.0002	0.502236	10.74207
5.75	D *	INF (INF- INF*) R	0.264072 -0.37068 -0.52162	0.083523 0.123215 0.12021	3.161677 -3.00842 -4.33926	0.0042 0.0061 0.0002	0.487699	11.05578
6	D *	INF (INF- INF*) R	0.233664 -0.34358 -0.52688	0.077683 0.120202 0.121817	3.007923 -2.85834 -4.32513	0.0061 0.0087 0.0002	0.473678	11.35837

7	INF	0.175857	0.070085	2.509205	0.0193	0.426178	12.38345
	D * (INF- INF*)	-0.28636	0.122026	-2.34672	0.0275		
	R	-0.53934	0.127259	-4.23811	0.0003		
8	INF	0.146178	0.066414	2.201023	0.0376	0.396911	13.01504
	D * (INF- INF*)	-0.26949	0.133497	-2.01871	0.0548		
	R	-0.54163	0.13053	-4.14949	0.0004		

## تابع الملحق ٧

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة

(١٩٨٧-٢٠٠٦).

أثر المعدل الحدي للتضخم على معدل دوران الأسهم:

معدل دوران الأسهم tor							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	0.073763	0.186129	0.396302	0.6957	0.519999	6.638591
	D * (INF-INF*)	-0.03427	0.20288	-0.1689	0.8674		
	R	-0.1374	0.114323	-1.20186	0.2422		
	Lgdpp	1.391003	0.358324	3.881969	0.0008		
2.5	INF	0.090991	0.146957	0.619165	0.5422	0.521819	6.613432
	D * (INF-INF*)	-0.05544	0.165405	-0.33516	0.7407		
	R	-0.14085	0.114717	-1.22777	0.2325		
	Lgdpp	1.373009	0.358562	3.829214	0.0009		
3	INF	0.09583	0.118227	0.810566	0.4263	0.524025	6.582917
	D * (INF-INF*)	-0.06382	0.137691	-0.4635	0.6476		
	R	-0.14375	0.11476	-1.25262	0.2235		
	Lgdpp	1.359072	0.358082	3.795425	0.001		

3.5	INF	0.107953	0.100568	1.073428	0.2947		6.51143
	D * (INF- INF*)	-0.08276	0.122194	-0.67729	0.5053		
	R	-0.14491	0.113671	-1.27478	0.2157		
	Lgdpp	1.341232	0.354236	3.786273	0.001	0.529194	
	INF	0.085785	0.07768	1.104337	0.2814		
	D * (INF- INF*)	-0.06549	0.109593	-0.5976	0.5562		
	R	-0.14452	0.114062	-1.26707	0.2184		
5	Lgdpp	1.364292	0.348751	3.911938	0.0007	0.527054	6.54102
	INF	0.073867	0.06954	1.062231	0.2997		
	D * (INF- INF*)	-0.05139	0.104226	-0.49308	0.6268		
	R	-0.14294	0.114329	-1.25026	0.2243		
5.75	Lgdpp	1.375674	0.348105	3.951891	0.0007	0.524630	6.574543
	INF	0.066236	0.063472	1.04355	0.308		
	D * (INF- INF*)	-0.04146	0.099422	-0.41698	0.6807		
	R	-0.14175	0.114471	-1.23829	0.2287		
6	Lgdpp	1.383139	0.347569	3.979467	0.0006	0.523146	6.595076

7	INF	0.054487	0.055027	0.990187	0.3328	0.520764	6.62802
	D * (INF- INF*)	-0.02398	0.095023	-0.25231	0.8031		
	R	-0.13902	0.114557	-1.21354	0.2378		
	Lgdpp	1.400423	0.344564	4.064331	0.0005		
8	INF	0.521562	0.051196	1.094924	0.2854	0.521562	6.61698
	D * (INF- INF*)	-0.0319	0.100641	-0.31698	0.7542		
	R	-0.13915	0.114259	-1.21786	0.2362		
	Lgdpp	1.404042	0.343131	4.091848	0.0005		

## تابع الملحق ٧.

نتائج تحديد المعدل الحدي للتضخم واختبار أثره على أداء القطاع المالي في الأردن خلال الفترة

(١٩٨٧-٢٠٠٦).

أثر المعدل الحدي للتضخم على قيمة التداول في السوق المالي \ الناتج المحلي الإجمالي:

قيمة التداول في السوق المالي \ الناتج المحلي الإجمالي $V_t$							
INF*	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Adjusted R-squared	
2	INF	0.101768	0.136391	0.74615	0.4625	0.324089	4.418763
	D * (INF- INF*)	-0.08287	0.143177	-0.57882	0.5679		
	lgdpp	0.855555	0.221879	3.855957	0.0007		
2.5	INF	0.119069	0.105895	1.124412	0.2715	0.337168	4.333256
	D * (INF- INF*)	-0.10346	0.113223	-0.91376	0.3696		
	lgdpp	0.851003	0.218603	3.892923	0.0007		
3	INF	0.130575	0.083431	1.565061	0.1318	0.46775	3.278293
	D * (INF- INF*)	-0.09904	0.097167	-1.01928	0.3192		
	lgdpp	0.636678	0.252695	2.519549	0.0195		
	r	-0.1889	0.080985	-2.33248	0.0292		

3.5	D *	INF (INF- INF*) lgdpp r	0.138531 -0.11466 0.620149 -0.1892	0.070198 0.085293 0.247261 0.079343	1.973436 -1.34432 2.508079 -2.38452	0.0611 0.1925 0.02 0.0262	0.484926	3.1725
5	D *	INF (INF- INF*) lgdpp r	0.144875 -0.14708 0.61426 -0.19606	0.051702 0.072942 0.232118 0.075916	2.802129 -2.01647 2.646324 -2.58256	0.0104 0.0561 0.0147 0.017	0.529563	2.897566
5.75	D *	INF (INF- INF*) lgdpp r	0.138924 -0.14975 0.618044 -0.19718	0.045513 0.068214 0.227828 0.074826	3.052426 -2.19534 2.712765 -2.63522	0.0058 0.039 0.0127 0.0151	0.542778	2.816172
6	D *	INF (INF- INF*) lgdpp r	0.131975 -0.14775 0.623464 -0.19749	0.041143 0.064446 0.225297 0.074201	3.2077 -2.29261 2.767302 -2.66149	0.0041 0.0318 0.0112 0.0143	0.550101	2.771069

7	INF	0.114533	0.035914	3.189124	0.0042	0.541635	2.823212
	D * (INF- INF*)	-0.1352	0.062017	-2.18005	0.0402		
	lgdpp	0.668779	0.22488	2.973941	0.007		
	r	-0.19416	0.074765	-2.59691	0.0165		
8	INF	0.087958	0.033631	2.615366	0.0149	0.420011	3.791672
	D * (INF- INF*)	-0.10294	0.048393	-2.12723	0.0434		
	lgdpp	0.981941	0.208841	4.701855	0.0001		



**THE IMPACT OF INFLATION ON THE FINANCIAL SECTOR PERFORMANCE  
IN JORDAN  
FOR THE PERIOD (1978 – 2006)**

By

Hanadi Abed Al Rifaee

Supervisor

Dr. Bashir K. Zu'bi, Prof.

Co-supervisor

Dr. Nidal Ahmad Fayomi

**Abstract**

This study aims to determine the implications of the change in the inflation rate on the performance of the financial sector, both banking and capital market in Jordan during the period 1978 – 2006, the study also sought to determine the Threshold level of inflation and its impact on the performance of the financial sector in Jordan during the study period.

In dealing with the indicators of financial performance and inflation, the study depends on descriptive statistical analysis. At the econometrics side, the study uses the standard model contains a record of the most important indicators of the performance of the financial sector, on the basis of economic theories, in addition it uses the consumer index indicator, which reflects the inflation in Jordan.

The study uses the vector error correction model (VECM) to test the relationship between inflation and the performance of the financial sector through liquidity indicators that reflect the evolution of the Jordanian financial sector, as the application of the test Dickey - Fuller expanded to determine whether the study variables stable or not, where found to be stable all the variables of the first degree, has been used both to test the function of the discrepancy and to test the response to the reaction by the international force on the interpretation of the results and agreed with the previous studies.

The study found a negative impact of inflation on financial sector performance through the indicators of the banking sector and capital market index, except the proportion of money in circulation to money supply, which results showed that inflation affects it positively. The results showed the absence of a moral to the threshold level of inflation on the sector performance financial and estimated at 6% for the banking sector, and 5% of the capital market, which means that the high inflation rate have a negative effect on the performance of the financial sector, regardless of the threshold level, and these results confirm the importance of the role of monetary and financial institutions to maintain the good performance of the financial sector of the through controlling the rate of inflation.