



جامعة اليرموك  
كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية  
قسم الإقتصاد

رسالة ماجستير

أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان (الأردن): دراسة قياسية

**The Impact of Economic Globalization on Performance of Amman Stock  
Exchange (Jordan): An Econometric Study**

إعداد الطالب:

علي تيسير علي القضاة

إشراف:

أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي

الفصل الاول 2016/2017

" اثر العولمة الاقتصادية على أداء بورصة عمان (الأردن) : دراسة قياسية "

The Impact of Economic Globalization on Performance of Amman Stock Exchange (Jordan):

An Empirical Study

إعداد الطالب

علي تيسير علي القضاة

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية في تخصص الاقتصاد في جامعة اليرموك، إربد، الأردن

لجنة المناقشة



التوقيع.....

رئيس اللجنة الاسم: ا.د. أحمد ابراهيم ملاوي



التوقيع.....

عضو: الاسم: ا.د. وليد محمود حميدات



التوقيع.....

عضو: الاسم: ا.د. سعيد سامي الحلاق

## بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالَ تَرَأَىٰ اللَّهُ أَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجْنَا بِهِ ثَمَرَاتٍ مُّتَّفًا أَلْوَابًا هَا وَمِنَ الْجِبَالِ جُدَدٌ بَيضٌ وَحُمْرٌ مُّخْتَلِفٌ أَلْوَانُهُ هَا وَغَرَابِيبُ سُودٌ وَمِنَ النَّاسِ وَالدَّوَابِّ وَأَنْعَامٍ مُّخْتَلِفٌ أَلْوَانُهُ كَذَلِكَ إِنَّمَا يَخْشَى اللَّهَ مِنْ عِبَادِهِ الْعُلَمَاءُ إِنَّ اللَّهَ عَزِيزٌ غَفُورٌ ﴿٢٨﴾

صدق الله العظيم .

(سورة فاطر الآية 27-28)

## الإهداء

إلى الحبيب والعتاء المتمثل في البشر... إلى سندي وسبب وجودي

بعد الله... وبدونهم له ولن أكون

أبي وأمي

إلى جميع إخواني وأخواتي الذين وقفوا بجانبني.

لجميع الأقارب والأصدقاء الذين كانوا يدعمونني دائما.

أهدي هذا العمل المتواضع

## الشكر

وأود أن أشكر أستاذي البروفيسور احمد ملاوي على وقته الثمين، والإشراف الكامل على أطروحتي، لما تحمله معي من عناء هذه الرسالة وإعدادها لنتمكن من الوصول لهذه المرحلة الآن، فلك مني كل الشكر، كما أود شكر كلا من الأستاذ الدكتور وليد حميدات والأستاذ الدكتور سعيد الحلاق على منحهم جزء من وقتهم الثمين لمناقشة ورقتي هذه وإثرائهم العلمي لها.

## الفهرس

1	الفصل الاول	1
1	الاطار العام للدراسة	1
1	المقدمة:	1.1
2	مشكلة الدراسة:	2.1
2	هدف الدراسة:	3.1
2	أهمية الدراسة:	4.1
3	فرضية الدراسة:	5.1
3	منهجية الدراسة وتسلسلها:	6.1
3	الإطار الزمني للدراسة:	7.1
3	خطة الدراسة:	8.1
5	الفصل الثاني	5
5	الإطار النظري والدراسات السابقة	5
5	أولاً: الإطار النظري	5
5	تعريف العولمة الاقتصادية :	5
10	الدراسات السابقة:	1.2
14	الفصل الثالث	14
14	الاطار الوصفي للدارسة	14
14	النظام المالي في الأردن	1.3
14	نشأة بورصة عمان	2.3
16	الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني	3.3
19	تطور أداء بورصة عمان	4.3
26	مظاهر تأثر بورصة عمان بالعولمة الاقتصادية:	مظاهر تأثر بورصة عمان بالعولمة الاقتصادية:
28	الفصل الرابع	28
28	الجانب التطبيقي	28
28	النموذج القياسي	28
31	الاختبارات الأولية	3.4
31	اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)	1.3.4
32	اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)	2.3.4
33	اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)	3.3.4
35	اختبار كوزوم للاستقرارية (CUSUM of Squares Stability Tests)	4.3.4
36	نتائج التحليل القياسي	4.4
36	اختباري جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF)	1.4.4
37	اختبار تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)	2.4.4
38	اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)	3.4.4
39	تقدير المرونة في المدى الطويل	4.4.4
44	تقدير المرونة في المدى القصير:	5.4.4

46	اختبار كوزوم للاستقرارية ( <i>Cusum of Squares</i> )
48	الاختبارات التشخيصية للنموذج ( <b>Diagnostic Tests</b> )
49	الفصل الخامس
49	النتائج والتوصيات
49	1.5 النتائج
50	2.5 التوصيات :
51	قائمة المراجع
56	الملخص باللغة الانجليزية
57	الملحق رقم (1)

## المخلص

القضاة، علي تيسير. أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان (الاردن): دراسة قياسية، رسالة ماجستير، قسم

الإقتصاد، جامعة اليرموك، 2016.

إشراف: أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي.

هدفت هذه الدراسة إلى إستقصاء أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان خلال الفترة (1984-2014). ولإختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة تم تطبيق اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF). وأظهرت النتائج أن المتغيرات غير ساكنة بمستوياتها ولكنها أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول. كما تم تطبيق اختبار كوزوم (CUSUM of Squares Test) لإستقصاء استقرارية معلمات النموذج. وتم إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL) وطريقة المربعات الصغرى المعدلة كلياً (FMOLS).

وتم تعريف العولمة الاقتصادية بأنها تزايد الاعتماد المتبادل بين بلدان العالم من خلال زيادة حجم وتنوع التجارة ما بين الدول للسلع والخدمات وتدفقات رأس المال والانتشار السريع والواسع للتكنولوجيا

وخلصت نتائج الدراسة إلى أن العولمة الإقتصادية تؤثر إيجابياً على جميع مؤشرات أداء بورصة عمان وهي معدل دوران السهم وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم، ولذلك فإن ارتفاع مؤشر العولمة الإقتصادية يؤثر إيجابياً بإحتمالية كبيرة على مؤشرات أداء بورصة عمان. وبالرغم من التأثير الإيجابي للعولمة الإقتصادية على مؤشرات أداء بورصة عمان، إلا أنه يجب التعامل معها بحذر شديد خصوصاً وأن الإقتصاد الأردني منفتح إقتصادياً وقد يتأثر بدرجة كبيرة بالصدمات الخارجية المفاجئة في الأسواق المالية العالمية .

**الكلمات المفتاحية:** العولمة الاقتصادية، حجم التداول، معدل دوران السهم، المؤشر العام لأسعار الأسهم، بورصة عمان.

## الفصل الاول

### الاطار العام للدراسة

#### 1.1 المقدمة:

شهدت الرأسمالية العديد من الأزمات المالية خلال تاريخها الطويل، حيث تعتبر أزمة الكساد العظيم بحقبة الثلاثينيات من القرن الماضي أخطر وأكبر أزمة عمت مختلف دول العالم، وقد إنهارت بسببها كل الافتراضات النظرية للاقتصاد الحر التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية للاقتصاد الرأسمالي، إذ لم يستطع الافتراض الكلاسيكي أن يواجه هذا الامتحان الصعب الذي تعرض له، فازدادت التقلبات الدورية وانهارت الأسواق المالية، وتضخمت أعداد العاطلين عن العمل في الولايات المتحدة وبريطانيا ودول أخرى كثيرة.

أصبح العالم عبارة عن قرية صغيرة، تتصف بالمنافسة الشديدة بسبب ثورة التكنولوجيا وسرعة الحصول على المعلومات في الوقت المطلوب، وأصبح رأس المال يتحرك بحرية كبيرة في ظل العولمة الاقتصادية، حيث تعتبر تلك العولمة من أهم القواعد في النظام العالمي الجديد، الذي يساعد على تحرير العمليات الاقتصادية كافة من خلال جعل العالم عبارة عن سوق حر واحد بقرية إقتصادية واحدة.

وتسارعت العولمة الاقتصادية خلال فترة الثمانينات بشكل كبير، حيث إرتفع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي العالمي بشكل واضح، وتحررت أسواق التمويل في مختلف الدول بشكل سريع ومتباين، ومن ثم تزايدت التدفقات الرأسمالية في دول العالم، مما أدى بالعالم للاستفادة من العولمة الاقتصادية بدرجة كبيرة، وتم انتقال العديد من الدول مثل هونج كونج، وكوريا، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان في الصين من تصنيف الدول النامية إلى الدول المتصفة بالإقتصاد المتقدم، وأدى بها إلى خوض العديد من المنافسات التي

بُنيت على الجودة والتسعير، وبالمقابل أدى ذلك إلى فرض العديد من التحديات على الدول النامية، ووضع العديد من المعايير الجديدة للإدارة الاقتصادية لتلك الدول، لتكون قادرة على الدخول إلى أسواق دولية منافسة.

وتتفاوت الآراء المتعلقة بتأثير الاسواق المالية بالعولمة الإقتصادية، حيث يرى البعض بأن المكاسب الإقتصادية الناتجة عن هذه العولمة يتم توزيعها على مختلف دول العالم، بينما يرى البعض الآخر بأن هذه المكاسب تكون لصالح الدول المتقدمة. فالتحديات التي تواجهها إقتصاديات البلدان النامية نتيجة هذه العولمة متنوعة، ويجب التعامل معها بعقلانية ورشد لتقليل أضرارها وتعظيم منافعها.

### 2.1 مشكلة الدراسة:

اتجهت مختلف دول العالم نحو العولمة الإقتصادية بهدف تحسين وضعها الإقتصادي في مختلف المجالات مثل تحسين أداء أسواقها المالية وذلك من خلال تسهيل الإستثمارات الاجنبية غير المباشرة . ونظرا لنقص الدراسات المتعلقة بتأثير العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان، فقد جاءت هذه الدراسة حسب علم الباحث بهدف إستقصاء تأثير العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان .

### 3.1 هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى:

إستقصاء أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (1984-2014)

### 4.1 أهمية الدراسة:

نظراً لأهمية بورصة عمان على الصعيد المالي في الاردن لما تحتويه من شركات مختلفة ومتنوعة، فقد انبثقت أهمية هذه الدراسة لما تحمله من أهمية علمية لعدة أطراف مثل الجهات المسؤولة في بورصة عمان، بحيث تم الحصول على العديد من النتائج المتعلقة بمدى تأثير العولمة الاقتصادية

على أداء البورصة، بالإضافة إلى أنها قد تكون ذات أهمية للإقتصاديين الذين يولون إهتماماً كبيراً بموضوع العولمة الإقتصادية.

### 5.1 فرضية الدراسة:

بُنيت الدراسة على فرضية رئيسية واحدة والتي تنص: على وجود علاقة ما بين العولمة الإقتصادية وأداء بورصة عمان.

### 6.1 منهجية الدراسة وتسلسلها:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهجين الوصفي والقياسي، وتم إجراء الاختبارات التشخيصية اللازمة على البيانات خلال الفترة (1984-2014) للوصول إلى النموذج القياسي المناسب لتلك البيانات.

### 7.1 الإطار الزمني للدراسة:

تم دراسة أثر العولمة الاقتصادية على أداء بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (1984-2014) باستخدام بيانات سنوية وذلك لما تحتويه هذه الفترة من أحداث سيايصة واقتصادييه مهمه، وقادرة على ابراز الأثر الحقيقي للعولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان.

### 8.1 خطة الدراسة:

تتناول الدراسة خمسة فصول حيث يحوي الفصل الأول الاطار العام للدراسة ويشتمل على كل من المقدمة، ومشكلة الدراسة، وهدف الدراسة، وأهمية الدراسة، وفرضية الدراسة، ومنهجية الدراسة، والإطار الزمني للدراسة. كما يحوي الفصل الثاني كل من الاطار النظري والدراسات السابقة ويشتمل على تعريف كل من العولمة الإقتصادية والاسواق المالية، والتحليل الاقتصادي لظاهرة العولمة، ودور العولمة في أداء أسواق رأس المال، بالإضافة الى الدراسات السابقة. وقد اشتمل الفصل الثالث على الاطار الوصفي لبورصة عمان وتطور مؤشرات أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

وحتوى الفصل الرابع على الجانب التطبيقي، وتم به إستقصاء تأثير العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان من الناحية القياسية. هذا وقد اشتمل الفصل الخامس على كل من النتائج والتوصيات. ويُخص أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

يتم في هذا الفصل التطرق للإطار النظري والدراسات السابقة كما يلي:

#### أولاً: الإطار النظري

تؤدي الاسواق المالية دوراً مهماً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي لما توفره من رؤوس اموال لقطاعات واسعة من الاعمال من جهة، وما تضيفه من ارباح وفوائد لمقدمي تلك الاموال من جهة اخرى. وتعتبر هذه الاسواق مرآة تعكس حالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان، بسبب ما تمثله من نقطة تلاقي بين كل من قطاعي الاعمال والمال، فقطاع الاعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الانتاج، فمع زيادة الإنتاج تزداد الإيرادات ومن ثم ترتفع عوائد اسواق المال والتي تنعكس في زيادة الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي ارتفاع معدلات النمو الإقتصادي. وبالرغم من تشابه الاسواق المالية مع بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث أنها ملتقى لقوى العرض والطلب لتحديد كميات وأسعار التوازن، الا أن الاسواق المالية هي أسواق للتمويل، تشتمل على عرض وطلب لرؤوس الأموال، وتتبع أهميتها من كونها تعمل على توجيه المدخرات الوطنية ورؤوس الاموال الفائضة نحو قنوات التوظيف المناسبة .

#### تعريف العولمة الاقتصادية :

عرف صندوق النقد الدولي العولمة الاقتصادية بأنها تزايد الاعتماد المتبادل بين بلدان العالم من خلال زيادة حجم وتنوع التجارة ما بين الدول للسلع والخدمات وتدفقات رأس المال والانتشار السريع والواسع للتكنولوجيا (الشمي، 2009).

وتعتبر العولمة ظاهرة قديمة ولكن ذات أبعاد جديدة، حيث أن العديد من المحللين يطلقون على الفترة الزمنية (1850-1880) بالحقبة الأولى للعولمة، وأن البعض يضيف بأن العالم كان يتصف بأنه الأكثر "عولمة"، ومن ثم إنفتاحاً قبل الحرب العالمية الأولى (1870-1914)، حيث يعتبر الجديد بالعولمة الاقتصادية هو زيادة حجم التشابك والتفاعل بين إقتصاديات العالم، ومن ثم تغير طبيعة هذا التشابك والتفاعل حيث طال مجالات لم تكن معروفة من قبل، بالإضافة إلى تسارع معدل زيادة الترابط بين دول العالم، وظهور أبعاد سياسية وثقافية لعملية العولمة (الأطرش، 2000). وللعولمة الاقتصادية أربعة جوانب رئيسية هي: إنتقال السلع والخدمات، وإنتقال رؤوس الأموال، (إستثمار أجنبي مباشر، وإستثمار أجنبي غير مباشر)، وإنتقال الأفراد، وإنتقال التكنولوجيا (عمر، 2004). كما يوجد العديد من العوامل التي تؤدي لحدوث العولمة الاقتصادية كالتطورات الإقتصادية العالمية، والشركات متعددة الجنسيات، والسياسات الإقتصادية والتوجهات السياسية والاجتماعية، والتقدم التكنولوجي.

### تعريف الأسواق المالية:

يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها عبارة عن نظام يتم من خلاله الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، بحيث يتمكن المستثمرون من بيع وشراء الأسهم والسندات داخل البورصة، وذلك إما من خلال السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ومع تطور شبكات ووسائل الاتصال، لم يصبح هنالك أهمية للتواجد في مقر سوق الأوراق المالية مما سهل التعامل من خارج البورصة من خلال شركات السمسرة المنتشرة في العديد من الدول (العسلي، 2006).

وفيما يتعلق ببورصة عمان فقد بدأت بما يسمى بسوق عمان المالي عام 1978، وجرى في عام 1999 تقسيمه الى ثلاث مؤسسات جديدة إحداها بورصة عمان كمؤسسة مستقلة هدفها غير ربحي، تدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها من خلال مزاولة العمل مثل سوق منظم من أجل تداول الأوراق

المالية في الاردن، تدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. كما أن عضوية البورصة تتكون من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، وهم ما يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

وتحرص بورصة عمان على توفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، بحيث تحاول توفير بيئة سليمة وصحية من أجل تداول الاوراق المالية، وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، ومن ثم حماية المتعاملين في سوق رأس المال، ومن أجل القيام بذلك فقد قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية (الزيادات والخرابشة، 2013).

وعلى الرغم من أن نسبة إستثمارات الأردنيين في أسواق المال العالمية متواضعة، إلا أن ملكية غير الأردنيين في الشركات المساهمة الأردنية تشكل ما نسبته 50% تقريباً من رأس مال هذه الشركات (شاكر، 2002).

### التحليل الاقتصادي لظاهرة العولمة:

لقد حظي موضوع العولمة الاقتصادية في نهاية القرن العشرين بجانب هام من اهتمامات المفكرين الإقتصاديين والسياسيين في جميع أنحاء العالم، وبذلك يمكن القول بأن مفهوم العولمة هو مفهوم اقتصادي قبل أن يكون مفهوماً ثقافياً أو اجتماعياً أو سياسياً، وأن أكثر ما يتبادر إلى الذهن عند الحديث عن العولمة هي العولمة الاقتصادية.

فالتطورات الإقتصادية السريعة التي شهدتها العالم في السنوات الأخيرة أدت إلى نظام إقتصادي جديد، وظهر منظومة من العلاقات والمصالح الاقتصادية المتشابكة التي ساهمت في ظهور مفهوم العولمة، كما يعتبر المجال الإقتصادي من أهم مجالات العولمة وأكثرها وضوحاً وأبرزها أثراً وهدفاً،

حيث تعمل العولمة الاقتصادية على تحويل الكرة الأرضية إلى منطقة إقتصادية تختفي فيها الحواجز والقيود (عفيفي، 2001)، بمعنى اندماج الإقتصاديات العالمية ضمن نطاق النظام الإقتصادي الواحد.

إن مسيرة عولمة الإقتصاد العالمي ليست جديدة، فقد بدأت منذ عقد الخمسينات والستينات من القرن الماضي عندما تضافرت الجهود لتقليص القيود السياسية المفروضة على التجارة الدولية في أعقاب الحرب العالمية الثانية (المجدوب، 1999). ثم تسارعت العولمة في الإقتصاد العالمي منذ منتصف الثمانينات بدرجة كبيرة، وتزايدت التدفقات الرأسمالية إلى الكثير من الدول النامية، كما ازدادت التجارة العالمية بسرعة تقارب ضعفي سرعة زيادة الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

كما أن العولمة في جانبها الإقتصادي اتخذت اتجاهاً متصاعداً من أجل فتح الاسواق وانفتاح كل دول العالم على بعضها البعض. كما تنامي هذا التيار مع تزامن حركة نهضوية من أجل تحديث وتطوير بنية الإنتاج في إقتصاديات البورصة المتقدمة (الخصيري، 2001).

وبالمقابل فإن البعض يرى بأن العولمة ظاهرة جديدة وليدة التطورات الإقتصادية والتقنية السريعة التي ظهرت خلال عقد التسعينات، ثم تعمق أثرها من خلال التطورات الكبيرة التي حصلت في عالم الإتصالات. كما تدعم العولمة نفسها بمنظومة جديدة من التشريعات الإقتصادية التي تفر فتح الحدود وتحرير التجارة العالمية، التي تعتبر المحور الإقتصادي للعولمة الإقتصادية، وهو ما يعني ببساطة فتح الأسواق الدولية أمام الانتقال الحر للسلع والخدمات. وهناك عوامل كثيرة ساهمت في دفع مسيرة العولمة الإقتصادية مثل (المقدسي، 2000):

1- الإسراع الكبير في التجارة الدولية قياساً بالناتج المحلي وتنوع قنواته.

2- تعاظم الاندماج بين الأسواق المالية العالمية.

3- ازدياد تدفق الأموال والإستثمارات المباشرة الخاصة.

4- التقدم الهائل في تكنولوجيا المعلومات والإتصالات.

5- ازدياد تدفق القوى العاملة بين الدول.

### دور العولمة الإقتصادية في أداء أسواق رأس المال:

تؤدي العولمة الإقتصادية دور مهم في الأسواق المالية، حيث تتيح سهولة انتقال رؤوس الأموال من أي مكان في العالم، فتنقل الأرصدة القابلة للإقراض و رأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم تشكل سوق الأوراق المالية إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية من خلال حيازة الأفراد والشركات والمؤسسات لما يصدر في هذه البورصة من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى (صقر، 2001).

ويتمثل دور العولمة الإقتصادية على أداء أسواق المال في مجموعة من العناصر المختلفة وهي كما يلي  
(Abdel Shahid,2002) :

**أولاً: تحرير الأسواق:** يشمل التخلص من الرقابة على النقد الأجنبي، والحد من الضرائب المفروضة على المستثمرين الأجانب، وتخفيف القيود على شراء الأوراق المالية المحلية من قبل المستثمرين الأجانب، وإصدار السندات من قبل المقترضين الخارجيين، ولشرك بنوك الإستثمار الأجنبي في إكتتاب السندات والأسهم في أسواق الأسهم المحلية.

**ثانياً: التقدم التكنولوجي في مجال الإتصالات:** يساعد في ربط التجار في جميع أنحاء العالم، ويتم تنفيذ الأوامر بسرعة كبيرة. حيث أن التقدم التكنولوجي يقوم بنقل المعلومات الحقيقية للأسعار على وجه

السرعة، وهو ما يتيح للمستثمرين مراقبة الأسواق العالمية وتقييم الأثر فيما اذا كان هنالك مخاطر للعائد من استثماراتهم. حيث ان هنالك الكثير من الإستثمارات في الأسواق وقطاعات الخدمات المالية تتم من خلال العديد من التقنيات الحديثة والمتطورة، كما وأصبح المال المحمول يشكل نسبة كبيرة من المال المتداول في الأسواق المالية وذلك عن طريق استخدام الهواتف النقالة واجهزة الكمبيوتر وبغض النظر عن الحدود الوطنية.

**ثالثاً: تعظيم العائد على الإستثمار:** تؤثر العولمة الإقتصادية على الأسواق المالية بشكل كبير ذلك من خلال تعظيم العائد على الاستثمار. فقد زادت تدفقات الاستثمار في الأسهم عبر الحدود عشرة أضعاف تقريباً في السنوات العشرين الماضية نتيجة العولمة الاقتصادية. ووفقاً لتقديرات الأونكتاد بلغت التدفقات حدود العالم إلى حوالي 1.76 تريليون دولار امريكي في عام 2015.

**رابعاً: زيادة رأس المال:** شهدت البورصات الرئيسية زيادة ملحوظة في تدفقات رأس المال حيث أن عدد كبير من الشركات الأجنبية المدرجة في البورصات والتي تهدف بشكل اساسي الى زيادة رأس المال الخاص بها. فضلاً عن الرغبة في الحصول على أعلى التصنيفات، وزيادة قاعدة المساهمين ورفع بيانات الشركة الخاصة بهم عن طريق إدراج أسهمها في البورصات الدولية.

**خامساً: أصبحت أسواق الأسهم أكثر عالمية:** أصبحت الأسواق تهيمن عليها المؤسسات المالية مثل صناديق الإستثمار وصناديق التقاعد وشركات التأمين، وأصبحت المؤسسات العملاقة تسيطر على مبالغ ضخمة من المال، والتي تتحرك باستمرار، وتهيمن تقريبا على جميع عمليات التداول.

## 1.2 الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تعرضت لأثر العولمة الإقتصادية على أداء الأسواق

المالية سواءً في الأردن أو العالم العربي أو في دول أجنبية. ففي دراسة قام بها Abdel Shahid

(2002)، بهدف إستقصاء أثر العولمة على سوق رأس المال ومحاولة معرفة العوامل التي تؤثر على البورصة في مصر ومقارنة ذلك مع دول أخرى، وتبين بأن العولمة وخصوصاً العولمة الإقتصادية لها أثر إيجابي على وضع الأسواق الرأسمالية في مصر.

وجاءت دراسة كل من Goel & Gupta (2011)، بهدف التعرف على أثر العولمة على تطور سوق الأسهم في الهند، وتبين بأن للعولمة وحجم التداول تأثير إيجابي على تطور سوق الأسهم ولكن ليس بشكل كبير.

ففي دراسة قام بها Arin (2000)، تحدث فيها عن الأسواق المالية والعولمة الإقتصادية في تركيا، حيث تعتبر دولة تركيا من الدول التي لديها خبرة في إدارة الأسواق المالية، وتبين منها بأنه خلال الفترة الواقعة ما بين (1987-1998) التي تحسن بها أداء الأسواق المالية الموجودة في تركيا إرتفع أيضاً فيها مؤشر العولمة الإقتصادية، وتبين بأن العولمة الإقتصادية كان لها أثر كبير وواضح على أداء الأسواق المالية في تركيا، وبأنه يوجد العديد من العوامل التي تؤثر عليها.

وفي دراسة قام بها Hagi et al (2015)، بهدف دراسة تأثير العولمة الإقتصادية على أسهم الشركات في دول آسيوية مختارة خلال الفترة الزمنية (1997-2013)، تبين منها بأن للعولمة الإقتصادية تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على رفع أسعار الأسهم في تلك الشركات .

وفي دراسة قام بها كل من عبد العزيز وآخرون (2011)، تحدثت عن ظاهرة العولمة الإقتصادية وتأثيراتها على الدول العربية، ومحاولة التعرف على الآثار الناجمة عن تلك الظاهرة، تبين منها بأن العولمة الإقتصادية تعمل على إيجاد العديد من الفرص الاستثمارية التي يصاحبها الكثير من التحديات بالنسبة لإقتصاديات الدول العربية.

وفي دراسة قصراوي (2008) كان هدفها بيان أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن وهذا خلال الفترة 1978-2007، حيث تم اختبار استقرار البيانات للسلاسل الزمنية، وفترة البيانات، وذلك لعدم استقرارها ثم استخدام طريقة المربعات الصغرى، إضافة إلى استخدام اختبار "جرانجر" للسببية. حيث تم قياس تطور السوق المالي من خلال القيمة السوقية، وحجم التداول، وتم قياس النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي في الأردن بالأسعار الجارية، إضافة إلى مجموعة من المتغيرات المؤثرة في النمو الاقتصادي المتمثلة في: عرض النقد بالمعنى الواسع، التكوين الرأسمالي والاستهلاك الكلي. وقد أظهرت النتائج أن حجم التداول للأسهم كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، في حين بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي في الأردن. كما أظهرت النتائج وجود علاقة سببية غير مباشرة من حجم التداول إلى النمو الاقتصادي، ومن القيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي وأن هناك علاقة ذات اتجاه واحد من حجم التداول إلى عرض النقد، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين عرض النقد والنمو الاقتصادي، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من القيمة السوقية إلى التكوين الرأسمالي الإجمالي، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين التكوين الرأسمالي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

وفي دراسة قام بها حجاج (2012)، تحدثت عن الأزمة المالية العالمية في العام 2008 ومحاولة معرفة إنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية العربية، خلال الفترة الزمنية (2007-2009)، تبين منها بأن الأزمة المالية العالمية قد انعكست بآثارها السلبية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

وفي دراسة قام بها الزيادات والخرابشة (2013)، هدفت إلى إستقصاء أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الأوراق المالية الأردني، تم بها الإعتماد على المنهج التحليلي وبالاستعانة بإستبانة خاصة

لجمع آراء أصحاب الاختصاص، وقد تبين بأن هذه الأزمة تنفرد من حيث الكم والنوعية، فقد أثرت على القطاع المصرفي، وبالتالي إنتقل هذا الأثر الى باقي القطاعات الإقتصادية الأخرى في الأردن.

وفي دراسة قامت بها العقون (2013)، هدفت إلى محاولة التعرف على الأسباب الكامنة وراء الأزمة المالية العالمية، ومحاولة معرفة تأثير العولمة الاقتصادية على هذه الأزمة، تبين منها بأن هذه العولمة تعمل على تحرير حركة رؤوس الأموال، ومن ثم تعمل على إزالة القيود التنظيمية والتشريعية التي تحكمها، كما تبين بأنه يوجد تأثير سلبي للعولمة الاقتصادية على الازمة المالية الحاصلة في الولايات المتحدة الامريكية

#### التعقيب على الدراسات السابقة:

يلاحظ الباحث أن الباحثين في الدراسات السابقة قد ركزوا على دراسة حالة الأسواق العربية وأدائها وقياس كفاءتها من خلال أدوات قاموا بتصميمها وإعدادها، ودراسة الأزمات المالية التي تعصف بالعالم في الوقت المعاصر وتأثيرها على أسواق المال العربية في ظل العولمة الإقتصادية وافتتاح أسواق المال العربية على أسواق المال العالمية وتأثرها بها.

وبعد إستعراض تلك الدراسات السابقة وجد - حسب علم الباحث - بأنه لا توجد أية دراسة سابقة حاولت استقصاء أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان بمؤشراتها الثلاث (حجم التداول، المؤشر العام لأسعار الأسهم، ومعدل دوران السهم). حيث حاولت تلك الدراسات إستقصاء أثر العولمة الإقتصادية على البعض وليس على جميع مؤشرات بورصة عمان. ولذلك أخذت هذه الدراسة بعين الإعتبار المؤشرات الثلاثة في بورصة عمان ومدى تأثرها بالعولمة الإقتصادية.

## الفصل الثالث

### الاطار الوصفي للدارسة

في ظل إستعادة النظام الرأسمالي لقوته بعد إنهيار النظام الإشتراكي، لقيت العولمة الإقتصادية اهتماماً بارزاً في الآونة الاخيرة، وأصبحت تلك العولمة تستند إستناداً قوياً على اتفاقيات دولية موجهة من قبل مؤسسات ومنظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات خاضعة لسيطرة بعض الدول المتقدمة، بحيث يؤدي كل ذلك الى مزيد من ربط الإقتصاد الوطني بالإقتصاد العالمي وذلك من خلال تحرير التجارة وزيادة حرية إنتقال رؤوس الأموال بين مختلف دول العالم .

### 1.3 النظام المالي في الأردن

يتكون النظام المالي في المملكة الأردنية الهاشمية من البنوك، وشركات التأمين، وشركات الوساطة والخدمات المالية المتنوعة، وشركات الصرافة وشركات التمويل الأصغر، وشركات الإقراض المتخصصة، وشركات الإقراض الأخرى. ويتولى البنك المركزي الإشراف والرقابة على قطاع البنوك فيما تتولى وزارة الصناعة والتجارة وهيئة الأوراق المالية مهمة الإشراف والرقابة على شركات التأمين وشركات الوساطة المالية. أما فيما يتعلق بشركات التمويل الأصغر فإن هذه الشركات أصبحت خاضعة لرقابة البنك المركزي اعتباراً من 1-6-2015، أما شركات الإقراض الأخرى فليس هنالك أي جهة تشرف عليها، لكن وزارة الصناعة والتجارة هي الجهة المسؤولة عن تسجيل هذه الشركات (البنك المركزي الاردني، تقرير الاستقرار المالي، 2014).

### 2.3 نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وبدأ الجمهور الأردني بالإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل

الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951، وتم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات (موقع بورصة عمان الالكتروني).

ونتيجة لذلك ظهر في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك عن طريق إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب. وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذه البورصة، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة الأردنية بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، وقام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation: IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء الدراسات المكثفة التي تبين من خلالها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، وقد كان من المتوقع منها أن تضيف إلى سوق البورصة المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (Amman Financial Market: AFM)، وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشرت البورصة أعمالها بتاريخ 1978/1/1 (موقع بورصة عمان الالكتروني).

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف البورصة في ذلك الوقت بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، وتوفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف البورصة. ومنذ إنشاء البورصة أوكل إليها القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ (Securities and Exchange Commission: SEC)، وأيضاً القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange) (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

وقطعت البورصة منذ إنشائها وحتى تأسيس بورصة عمان مراحل طويلة، حيث ارتفع حجم التداول في البورصة الثانوية من (9.7) مليون دينار اردني عام 1978، ليصل الى (2.3) مليار دينار اردني في عام 2014، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (18.1) مليار دينار عام 2014 مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 الى (236) شركة في عام 2014 (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

### 3.3 الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

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

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

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

المالي هي:

#### أولاً: هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission)

حيث إن هذه الهيئة تتميز بالإستقلال المالي والإداري كما وأنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً برئيس الوزراء بشكل مباشر، مما يدعم ويعزز من دورها المستقبلي والذي مكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة ودقة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين يتكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز الإيداع، هذا بالإضافة الى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز. كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها والواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها (موقع بورصة عمان الالكتروني).

وتهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية وكيفية التعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها والتي تتضمن البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية. كما

وتهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح والكشف عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين (موقع بورصة عمان الالكتروني).

### ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center)

حيث تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/5/1999، وكانت الغاية من إنشاء هذا المركز هي الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وعمل تسوية أثمان للأوراق المالية بين الوسطاء. كما أن هذا المركز يتميز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري وهدفه غير ربحي ويتم إدارته من القطاع الأهلي (موقع بورصة عمان الالكتروني).

### ثالثاً: بورصة عمان (Amman Stock Exchange)

يمكن إعطاء تعريف بسيط لبورصة عمان على أنها عبارة عن مؤسسة مستقلة غير ربحية تمتلك التصريح بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، تتم إدارتها من قبل مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي الذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهة أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، وهم الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة (موقع بورصة عمان الالكتروني).

وتلتزم بورصة عمان التزاماً كاملاً بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، وتسعى إلى توفير البيئة السليمة والمناسبة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول الصحيح والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية. وتقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في البورصة والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل

والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت، كما أن من أهدافها أيضا الحرص على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام إتفاقيات جديدة معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية، كما وأنها عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات (موقع بورصة عمان الالكتروني).

### 4.3 تطور أداء بورصة عمان

شهدت بورصة عمان منذ نشأتها تطوراً كبيراً على كافة الأصعدة، حيث تشير البيانات الإحصائية للبورصة إلى تطور مؤشراتها خلال الفترة الماضية، حيث أظهرت البيانات الإحصائية الصادرة عن بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة عام 1978 إلى 236 شركة عام 2014، وارتفع حجم التداول من 9.7 مليون دينار اردني الى 2.3 مليار دينار اردني خلال نفس الفترة كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 13.9 مرة عام 1980 إلى 32.8 مرة عام 2014، وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من 757.5 نقطة عام 1980 إلى 4237.6 نقطة عام 2014.

ويظهر الجدول (1-3) تطور قيم كل من حجم التداول ومعدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم كمؤشرات لأداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

### جدول (1-3)

تطور كل من حجم التداول ومعدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان ومؤشر العولمة الاقتصادية للأردن خلال الفترة (1984-2014)

السنة	حجم التداول * (مليون دينار أردني)	النمو في حجم التداول (%)	معدل دوران السهم* (مرة)	النمو في معدل دوران السهم (%)	المؤشر العام لأسعار الأسهم* (نقطة)	النمو في المؤشر العام لأسعار الأسهم (%)	مؤشر العولمة الاقتصادية (نقطة)
1984	59.31862	-	10.371	-	811.8	-	45.96696

46.30039	-3.18%	786	-1.63%	10.202	12.50%	66.73087	1985
44.97412	-7.95%	723.5	32.24%	13.491	4.18%	69.52299	1986
44.51363	10.15%	796.9	97.15%	26.597	113.14 %	148.1783	1987
44.69549	6.05%	845.1	8.41%	28.834	-10.50%	132.6252	1988
49.55703	10.37%	932.7	71.84%	49.547	177.16 %	367.5898	1989
50.19917	-13.77%	804.3	-32.50%	33.444	-26.85%	268.886	1990
52.55255	24.33%	1000	12.88%	37.753	12.63%	302.8367	1991
53.38549	29.90%	1299	128.42 %	86.234	192.88 %	886.951	1992
54.95715	22.02%	1585	-40.72%	51.121	9.21%	968.6138	1993
54.62241	-9.40%	1436	-49.35%	25.894	-48.89%	495.0761	1994
55.41589	10.84%	1591.7	-18.97%	20.981	-15.37%	418.9585	1995
60.04997	-3.59%	1534.6	-15.54%	17.72	-40.67%	248.5833	1996
61.73394	10.28%	1692.4	0.45%	17.8	42.91%	355.2446	1997
61.8836	0.53%	1701.3	4.35%	18.574	30.72%	464.3743	1998
63.88567	-1.63%	1673.5	3.01%	19.134	-16.13%	389.4763	1999
65.7607	-20.50%	1330.5	-41.20%	11.251	-14.06%	334.7246	2000
66.82335	29.82%	1727.2	76.58%	19.867	99.76%	668.6527	2001
67.38847	-1.56%	1700.2	33.27%	26.476	42.12%	950.273	2002
68.2552	53.78%	2614.5	85.45%	49.1	95.23%	1855.176	2003
68.31213	62.39%	4245.6	18.52%	58.193	104.47 %	3793.251	2004
69.99494	92.94%	8191.5	61.65%	94.068	344.76 %	16871.05	2005
70.20526	-32.64%	5518.1	7.51%	101.135	-15.77%	14209.87	2006
70.72862	36.27%	7519.3	-9.82%	91.2	-13.10%	12348.1	2007
70.54127	-16.97%	6243.1	0.38%	91.546	64.54%	20318.01	2008
69.60629	-11.58%	5520.1	-0.23%	91.333	-52.43%	9665.311	2009
70.27446	-3.66%	5318	11.87%	102.177	-30.78%	6689.987	2010
69.19112	-12.59%	4648.4	-43.07%	58.17	-57.40%	2850.253	2011

68.07966	-1.17%	4593.9	-41.75%	33.886	-30.57%	1978.814	2012
70.64864	-5.60%	4336.706	12.14%	38.00098	52.98%	3027.255	2013
70.90437	-2.28%	4237.624	-13.65%	32.81437	-25.23%	2263.405	2014

\*المصدر: (1) موقع بورصة عمان بالنسبة لحجم التداول ومؤشر أسعار الاسهم ومعدل دوران السهم ونسبتها المؤية.

(2) المعهد السويسري المتخصص بدراسات الدورة الاقتصادية للأعوام (1984-2014).

العولمة الاقتصادية : الموقع الالكتروني <http://globalization.kof.ethz.ch>

تظهر البيانات الواردة في الجدول (3-1) وجود ارتفاعاً في مؤشرات بورصة عمان خلال الفترة من عام 1984 الى عام 1987، حيث ارتفعت قيمة حجم التداول من 59.318 مليون دينار اردني عام 1984 الى 148.18 مليون دينار اردني عام 1987، ومن ثم هبط حجم التداول الى 132.62 مليون دينار اردني عام 1988. كما يبين نفس الجدول أن معدل دوران السهم قد ارتفع من 10.37 مرة عام 1984 الى 28.834 مرة عام 1988، في حين أن المؤشر العام لأسعار الأسهم قد ارتفع من 811.8 نقطة عام 1984 الى 845.1 نقطة عام 1988. وربما يعزى التذبذب الحاصل في مؤشرات البورصة خلال تلك الاعوام الى أن الإقتصاد الاردني بدأ الدخول في مرحلة الركود في بداية الثمانينات وتأثره بالاضاع الإقليمية في المنطقة.

وفي عام 1989 اظهرت مؤشرات البورصة ارتفاعاً ملحوظاً حيث ارتفع حجم التداول الى 367.59 مليون دينار اردني، وارتفع معدل دوران السهم الى 49.55 مرة عام 1989، كما ارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم الى 932.7 نقطة. ويعزى هذا التحسن في مؤشرات البورصة الى أن ازمة الدينار الأردني وفقدانه نصف قيمة سعر صرفه الأسمية تقريباً أدت الى إنخفاض قيمة الأوراق المالية مما أدى الى ازدياد الطلب عليها.

كما تشير البيانات الظاهرة في الجدول (3-1) أن مؤشرات البورصة شهدت تراجعاً في عام 1990 ومن ثم تقدماً في عام 1991 وارتفاعاً كبيراً في عام 1992، حيث ارتفع حجم التداول من 268.89 مليون دينار عام 1990 الى 886.95 مليون دينار اردني عام 1992، وأن معدل دوران السهم ارتفع من 33.44 مرة عام 1990 الى 86.23 مرة عام 1992، وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم للفترة 1990-1992 من 804.3 نقطة الى 1299 نقطة. ويعزى النمو المرتفع في مؤشرات البورصة عام 1992 الى عودة الإردنيين من الكويت، نتيجة لازمة العراقية الكويتية، وذلك من خلال ضخهم بمدخراتهم واموالهم في الإقتصاد الأردني.

شهدت الأعوام اللاحقة وحتى عام 1996 تذبذباً في أداء مؤشرات البورصة أدت الى تراجع أداء البورصة، في حين ان العام 1997 شهد تحسناً ايجابياً لمؤشرات البورصة بسبب التطورات الهيكلية والتنظيمية في سوق رأس المال الأردني حيث صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 الذي يعد من أهم معالم هذه التطورات، حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم البورصة واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية، كما تم رفع سقف الملكية الاجنبية في عام 1997 ليصل الى 193.36 مليون دينار اردني، وارتفع معدل دوران السهم ارتفاعاً طفيفاً ليحقق 17.8 مرة، وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم الى 1692.4 نقطة .

اما الفترة من عام 2001 الى عام 2005 فقد شهدت نشاطاً كبيراً في أداء البورصة وتحسن مؤشراتهما، حيث ارتفع حجم التداول خلال تلك الفترة من 668.65 مليون دينار اردني الى 16871.05 مليون دينار اردني، وارتفع معدل دوران السهم من 19.87 مرة الى 94.07 مرة، وارتفع المؤشر العام لأسعار من 1727.2 نقطة الى 8191.5 نقطة.

يعزى التحسن الملحوظ في اداء مؤشرات بورصة عمان للفترة بين عامي 2001 و 2005 الى عدة اسباب، منها أن الأردن قام بتفعيل عملية التخاصية في تلك الفترة ببيعه عام 2002 كامل حصته في كل من شركة الخطوط البحرية الوطنية، وشركة النقلات السياحية، والشركة العامة للتعدين، وشركة تأجير وصيانة الآليات والمعدات، وشركة الصيانة العامة، وشركة الملكية الأردنية للسياحة والسفر، كما قامت الحكومة الأردنية ببيع 50% من أسهمها في شركة البوتاس العربية عام 2003، كما أن الازمة العراقية عام 2003 أدت الى لجوء العراقيين الى الأردن مصحوبين بتدفقات نقدية كبيرة أثرت إيجاباً على النشاط المالي في الأردن، يضاف الى ذلك أن بورصة عمان قامت في عام 2005 بإدراج أسهم شركات جديدة ووسعت دائرة المستثمرين لتشمل كافة فئات المجتمع.

بعد عام 2005 أظهر أداء البورصة هبوطاً حتى الوصول الى عام 2008 وحدثت الازمة المالية العالمية التي أدت الى تراجع اداء البورصة، فالمؤشر الوحيد الذي ارتفع في اداء البورصة هو حجم التداول ليصل الى 20318.01 مليون دينار اردني عام 2008 مقارنة مع 16871.05 مليون دينار اردني عام 2005، بينما انخفض معدل دوران السهم من 94.07 مرة عام 2005 الى 91.55 مرة عام 2008، كما انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من 8191.5 نقطة عام 2005 الى 6243.1 نقطة عام 2008. ويلاحظ ان العام 2008 شهد ارتفاعاً في حجم التداول في حين أن المؤشر العام لأسعار الأسهم ومعدل دوران السهم شهدانخفاضاً ، وربما يعود ذلك الى الأزمة المالية العالمية .

وفي عام 2009 كان هنالك انخفاضاً ملحوظاً في اداء البورصة، حيث إن جميع مؤشرات البورصة انخفضت في عام 2009 ليصل حجم التداول الى 9665.311 مليون دينار اردني مقارنة لما كان عليه في عام 2008 حيث بلغ 20318.01 مليون دينار اردني، وانخفض معدل دوران السهم من

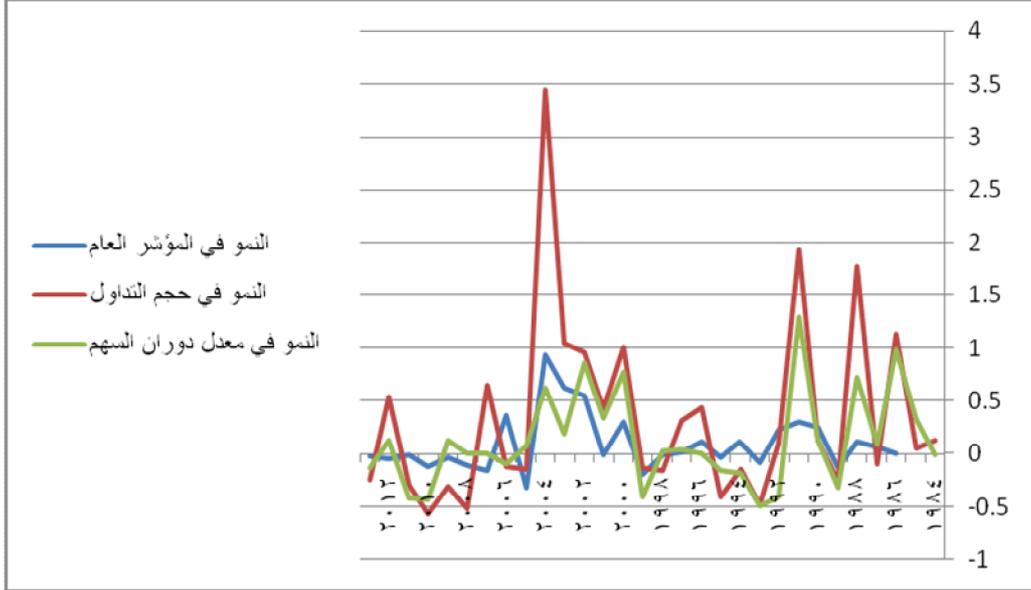
91.55 مرة عام 2008 الى 91.333 مرة عام 2009، كما انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من الى 6243.2 نقطة عام 2008 الى 5520.1 نقطة عام 2009.

بعد عام 2010 تذبذب اداء البورصة هبوطاً ومع الوصول الى عام 2014 نتيجة الربيع العربي الذي أثر على اداء بورصة عمان، فجميع مؤشرات البورصة انخفضت بنسب مختلفة ليصل حجم التداول الى 2263.405 مليون دينار اردني عام 2014 مقارنة مع 6689.987 مليون دينار اردني عام 2010، وانخفض معدل دوران السهم من 102.177 مرة عام 2010 الى 32.8 مرة عام 2014، كما انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من 5318 نقطة عام 2010 الى 4237.624 نقطة عام 2014. كما تشير البيانات الظاهرة في الجدول (3-1) أن مؤشر العولمة الإقتصادية شهد انخفاضاً حيث بلغ المؤشر (45.97) مرة عام 1984م مقارنة في عام 1988م حيث بلغ (44.70) مرة. اما في الفترة الواقعة عام 1989 و 2014 شهدت ارتفاع متكرراً حيث بلغ مؤشر العولمة الإقتصادية (49.56) نقطة عام 1989 مقارنة في عام 2014 حيث بلغ (70.90) نقطة.

ويبين الشكل (3-1) مسار مؤشرات بورصة عمان خلال فترة الدراسة حيث يلاحظ من هذا الشكل أن مسارات المؤشرات الثلاثة للبورصة اتخذت إتجاهات متشابهة من حيث الهبوط والإرتفاع.

### الشكل (1-3)

مسار مؤشرات بورصة عمان خلال الفترة (1984-2014)



\* من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (1).

وعند احتساب مصفوفة الارتباط بين معدلات نمو المؤشرات الثلاث للبورصة، كما يظهر من الجدول رقم (2-3)، يلاحظ أن معدلات النمو في معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم أظهر ارتباطاً قوياً وإيجابياً مع معدل النمو في حجم التداول. ويدل ذلك على أن التغير الحاصل في حجم التداول يترافق معه تغيرات شبيهة في كل من معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم، وأن التغيرات الحاصلة في معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم ترتبط مع التغيرات في حجم التداول.

## جدول (3-2)

مصفوفة الارتباط بين معدلات النمو في مؤشرات البورصة

معدل النمو في المؤشر العام لاسعار الاسهم	معدل النمو في معدل دوران السهم	معدل النمو في حجم التداول	
69%	73%	100%	معدل النمو في حجم التداول
56%	100%	-	معدل النمو في معدل دوران السهم
100%	-	-	معدل النمو في المؤشر العام لاسعار الاسهم

كما يشير مؤشر العولمة الاقتصادية في الأردن إلى مدى ترابط واندماج الإقتصاد الأردني مع العالم الخارجي. وتشير البيانات الصادرة عن المعهد الإقتصادي السويسري إلى أن قيمة هذا المؤشر بدأت بـ (45.97) نقطة في بداية الدراسة عام 1984م، وكان الإتجاه العام لقيمة هذا المؤشر هو الإرتفاع خلال فترة الدراسة حتى بلغت قيمته (70.90) نقطة عام 2010م وذلك كما يظهر من الجدول رقم (3-1).

### مظاهر تأثر بورصة عمان بالعولمة الاقتصادية:

كان للعولمة الاقتصادية تأثيراً كبيراً في تطور بورصة عمان ومن مظاهر هذا التأثير ما يلي:

1. أنشأ صندوق النقد العربي كمؤسسة مالية عربية قاعدة معلوماتية تضم بيانات عن (12)

سوقاً عربية لأوراق المال ومن ضمنها الأردن، حيث اعتمد الصندوق مؤشر مركب يتعامل

مع أسهم الأقطار العربية وكأنها دولة واحدة. كما كان من مظاهر العولمة الاقتصادية التي

تأثر بها، هي احتساب المؤشر المعتمد بعملة الدولار الأمريكي.

2. يعدّ العامل المشترك بين بورصة عمان وبعض أسواق الأسهم العالمية هو سعر الفائدة

على الدولار الأمريكي والمرتببط به سعر الفائدة على الدينار الأردني، وبالتالي فإن أي

ارتفاع في سعر الفائدة يؤثر سلباً في سوق الأسهم المحلية. حيث إن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسواق الأسهم هي علاقة عكسية فعند ارتفاع أسعار الفائدة تؤثر على القيمة الفعلية للأسهم في الأسواق المالية.

3. تأثرت بورصة عمان بالأزمة المالية العالمية في العام 2008، وواجهت تحديات صعبة، منها تراجع حجم التداول اليومي وعدد الأسهم المتداولة وانخفاض المؤشر القياسي لأسعار الأسهم المتداولة في البورصة، بالإضافة إلى تعثر مجموعة من الشركات المدرجة ومرور بعض شركات الوساطة المالية بحالة من العسر المالي نتيجة تدني إيرادات هذه الشركات من عمولات التداول وهي المصدر الرئيسي لدخلها.

ويتضح مما سبق أن تأثير العولمة الإقتصادية في أسواق المال أمراً اجبارياً محتماً رغم المخاطر والسلبيات التي قد تنجم عنه.

## الفصل الرابع

### الجانب التطبيقي

تعتبر النماذج القياسية من الاساليب المهمة في تحديد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المختلفة، اذ تهتم بالقياس الكمي للعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتفاعلها مع بعضها البعض. حيث أن النظريات الاقتصادية توضح التفاعل بين هذه المتغيرات بناء على الإفتراضات التي قد لا تتحقق في واقع اقتصاديات الدول، وبذلك جاءت النماذج الاقتصادية القياسية لتختبر هذا التفاعل عملياً مما يساعد الحكومات وأصحاب القرار على استقراء الواقع الاقتصادي واتخاذ القرارات الاقتصادية المناسبة. ويهدف التحليل القياسي في هذه الدراسة الى إستقصاء أثر العولمة الاقتصادية على اداء بورصة عمان.

### النموذج القياسي

استناداً الى الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية وذلك إقتداً بالدراسة السابقة Haghi et al (2015)، فقد تم الاعتماد على ثلاثة نماذج قياسية، واحد لكل مؤشر من مؤشرات أداء بورصة عمان، حيث اتخذت الصيغ التالية:

- TOR = F (KOFE, E, T)
- VOT = F (KOFE, E, T)
- SP = F (KOFE, E, T)

وعند أخذ النموذج الخطي بالشكل اللوغارتمي تصبح المعادلات كالاتي :

$$L_{TOR} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{KOFE} + \alpha_2 L_E + \alpha_3 L_T + U_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$L_{VOT} = \beta_0 + \beta_1 L_{KOFE} + \beta_2 L_E + \beta_3 L_T + U_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$L_{SP} = \delta_0 + \delta_1 L_{KOFE} + \delta_2 L_E + \delta_3 L_T + U_3 \dots \dots \dots (3)$$

حيث :

L : تشير الى الصيغة اللوغارتمية.

$U_i$  : الخطأ العشوائي.

(TOR, VOT, SP, KOFE, T, E): كما عرفت سابقاً.

حيث تم أخذ المتغيرات بالصيغة اللوغاريتمية، علماً بأنه تم إستبعاد الإستثمار الأجنبي المباشر من النموذج القياسي لعدم معنوية المعلمة المقدرة في النماذج القياسية الثلاثة.

#### 1.4 متغيرات الدراسة

تم اعتماد مجموعة من المتغيرات استناداً الى النظرية الاقتصادية والإستعانة بالدراسات السابقة، حيث تمثلت متغيرات الدراسة الموضحة بالملحق رقم (1) بما يلي:

##### • المتغيرات التابعة:

##### ▪ معدل دوران السهم (TOR):

هو عبارة عن عدد الأسهم المتداولة مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة خلال فترة معينة (مرة)، وكلما زاد الطلب على السهم وقابليته للتداول وبيعه كلما ارتفع معدل دوران السهم.

##### ▪ حجم التداول (VOT):

هو قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة البورصة بالأسعار الثابتة (مليون دينار اردني) خلال فترة معينة، وهو من المؤشرات التي تعطي إشارات مهمة عن قوة البورصة وإحتمالات صعودها أو هبوطها في المستقبل.

##### ▪ الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SP):

هو الرقم الذي يقيس المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة النظامية لبورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات (النقطة).

• المتغيرات المستقلة:

▪ العولمة الإقتصادية (KOFE):

هي مؤشر العولمة الإقتصادية للأردن والتي تم الحصول عليها من مؤشر العولمة العالمية

(Globalization Index) من المواقع الالكترونية الخاصة بها <http://globalization.kof.ethz.ch>

▪ سعر الصرف الحقيقي للدينار الاردني مقابل الدولار الامريكي (E) :

هو عدد الوحدات من السلع المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع الإمبريكية، وهو

مؤشر يقيس القدرة التنافسية بين السلع المحلية والأجنبية. حيث تم إحتسابه بإستخدام المعادلة التالية:

$$E = e (CPI/CPI^*)$$

حيث:

e: سعر الصرف الاسمي للدينار الاردني مقابل الدولار الامريكي.

CPI: المستوى العام لاسعار المستهلك في الاردن.

CPI\*: المستوى العام لاسعار المستهلك في الولايات المتحدة الامريكية.

▪ اجمالي الضرائب العامة (T):

هي نسبة الضرائب العامة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تم أخذ قيمة إجمالي الإيرادات

الضريبية (Total tax revenue) وتم تقسيمها على الناتج المحلي الإجمالي.

## 2.4 مصادر البيانات ومعالجتها

لقد تم الحصول على بيانات متغيرات الدراسة من خلال قاعدة البيانات الموجودة على الموقع

الالكتروني للبنك المركزي الأردني ومن أعداد مختلفة من التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني، اما

بالنسبة لمؤشر العولمة الاقتصادية فقد تم الحصول عليه من مؤشر العولمة العالمية Globalization (Index) من المواقع الالكترونية الخاصة بها <http://globalization.kof.ethz.ch>. واستخدمت النشرات الإحصائية في بورصة عمان للحصول على السلاسل الزمنية السنوية للمؤشرات الثلاثة لأداء البورصة.

### 3.4 الاختبارات الأولية

تم إجراء بعض الاختبارات التشخيصية الأولية قبل إجراء التحليل القياسي، والتي لا بد منها حيث أنها تساعد في اختيار النموذج القياسي المناسب. ومن أهم هذه الاختبارات اختبار جذر الوحدة للسكون، واختبار التكامل المشترك، واختبار عدد فترات التباطؤ الزمني، واختبار كوزوم للإستقرارية.

#### 1.3.4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

في دراسة قام بها (Nelson & Plosser, 1982) تبين أن معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية لا تكون ساكنة في المستوى  $I(0)$ ، لهذا فإن استخدام طريقة المربعات الصغرى الإعتيادية (OLS) يعتبر غير مناسب، حيث يتم الحصول على قيم مرتفعة لكل من قيم  $(T, F)$  وقيمة معامل تحديد الانحدار  $(R^2)$ . ولتجنب مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Regression) التي لا تعطي بعداً حقيقياً أو تفسيراً اقتصادياً ذو معنى، لذا فيجب إجراء اختبار سكون السلاسل الزمنية أولاً، ويشير إلى السلسلة الزمنية  $X_t$  بأنها ساكنة (Stationary) عندما يكون :

1. الوسط الحسابي ثابت:  $E(X_t) = constant, \forall t$

2. التباين ثابت:  $Var(X_t) = constant, \forall t$

3. التباين المشترك يعتمد على فرق الزمن:  $Cov(X_t, X_{t+k}) = depends on t \& k \neq 0$

أي أن وسطها وتباينها يبقيان في حالة الثبات مع مرور الزمن، في حين ان التباين المشترك

لأي قيمتين للمتغير  $X$  يعتمد على فرق الزمن للقيمتين (Thomas, 1997).

وتم استخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test)

(ADF) الذي يقوم على اختبار الفرضية العدمية لوجود جذر الوحدة وهذا يعني عدم سكون

السلسلة الزمنية وذلك كما يلي:

#### ▪ اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF)

يمكن إجراء اختبار ديكي - فولر الموسع تبعاً للمعادلات التالية:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \beta_2 t + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-1} + U_t, \quad (\text{with intercept and trend}).$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-1} + U_t, \quad (\text{with intercept}).$$

$$\Delta Y_t = \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-1} + U_t, \quad (\text{none}).$$

يعتمد اختبار ديكي - فولر الموسع على معنوية المعلمة ( $\delta$ ) أي أنه إذا كانت (t - statistic)

المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (بالقيم المطلقة) عند مستوى معنوية معين، فإنه يمكن رفض الفرضية

الصفيرية التي تفترض وجود جذر وحدة للسلسلة الزمنية، وبذلك تكون السلسلة ساكنة في المستوى، أما إذا

كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية (بالقيم المطلقة) فلا ترفض الفرضية الصفيرية وهنا تكون

السلسلة غير ساكنة في المستوى وفي هذه الحالة يجب اخذ الفروقات.

#### 2.3.4 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)

من الضرورة إيجاد عدد فترات تباطؤ مناسبة للمتغيرات في النموذج لإلغاء مشكلة الارتباط الذاتي

(Serial Correlation) لحد الخطأ، لذلك تم استخدام معايير عديدة مثل معيار Akaike Information

Criterion (AIC)، Schwarz Information Criterion (SIC)، Hannan-Quinn Criterion (HQ)، Final

Prediction Error Criterion (FPE)، وLikelihood Ratio Test (LR) وذلك لإيجاد العدد الأمثل لفترات

التباطؤ الزمني في النموذج.

### 3.3.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

هنالك اختبارات عديدة لتحديد وجود التكامل المشترك مثل اختبار (Engler & Granger,1987) واختبار (Johansen & Juselius,1990). وإجراء هذه الاختبارات يحتاج بأن تكون جميع المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة ولا يجوز إجرائها في حالة وجود متغيرات متكاملة بدرجات متفاوتة، كما أن النتائج قد تكون غير دقيقة في حال كان حجم العينة صغيراً.

وفي حالة أن المتغيرات كانت متكاملة من الدرجة صفر أو من الدرجة (1) أو أي خليط بينهما، فإنه عادةً ما يتم استخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (Autoregressive Distributed Lag Model: ARDL) من خلال ما يسمى بأسلوب اختبار الحدود (Bounds Testing Approach) المقترح من قبل (Pesaran et al., 2001).

وتتميز طريقة ARDL عن باقي الطرق لإختبار التكامل المشترك بمزايا عديدة أهمها أنه يمكن إجرائها سواء كانت درجة تكاملية المتغيرات I(0) أو I(1) أو أي خليط بينهما، كما أنها تعطي نتائج ومقدرات كفؤة في حال كانت العينات صغيرة. كما تكون هذه الطريقة جيدة إذا كان السكون في هذه المتغيرات غير واضحاً (Hoque & Yusop, 2010).

ويتم استخدام طريقة ARDL على ثلاث مراحل، ففي المرحلة الأولى يتم اختبار التكامل المشترك لكل متغيرات النموذج التي تتكون منها الدراسة في إطار نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد بالصيغة التالية :

(Baranzini et al., 2013) ، Unrestricted Error Correction Model (UECM)

$$\Delta Y_t = \mu + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{j=0}^m \gamma_j \Delta X_{t-1} + \theta_1 Y_{t-1} + \theta_2 X_{t-1} + U_t$$

حيث  $(Y_t)$  : المتغير التابع،  $(X_t)$  : المتغير المستقل،  $(\mu, \alpha, \gamma, \theta)$ : معاملات المتغيرات،  $\Delta$  : الفرق الاول للمتغيرات،  $(m, n)$ : فترات الابطاء للفرق الاول للمتغيرات،  $(U_t)$ : حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار وجود التكامل المشترك أو عدم وجوده من خلال الفرضية التالية :

$H_0: \theta_1 = \theta_2 = 0$ , (null hypothesis  $\equiv$  no co-integration among variables)

$H_1: \theta_1 \neq \theta_2 \neq 0$ , (alternative hypothesis  $\equiv$  variables are co-integrated)

ويتم استخدام اختبار Wald-test لاختبار تلك الفرضية، إذ أنه يتم مقارنة قيمة (F-statistic)

المحسوبة بالقيم الجدولية ضمن الحدود الحرجة المقترحة من قبل (Pesaran et al., 2001)، حيث يتكون

الجدول من قيم الحد الأدنى (LCB) والتي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة (0) I، وقيم الحد

الأعلى (UCB) التي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة (1) I. فإذا كانت قيمة (F-statistic)

المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى الجدولية فهذا يتم رفض الفرضية الصفرية ( $H_0$ ) وقبول الفرضية

البديلة ( $H_1$ ) التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. أما إذا كانت قيمة (F-statistic)

أقل من قيمة الحد الأدنى الجدولية فيتم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين

المتغيرات، أما إذا كانت قيمة (F-statistic) المحسوبة بين قيمة الحد الأعلى وقيمة الحد الأدنى في هذه

الحالة تكون النتيجة غير محسومة.

وفي حالة وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، فإن المرحلة الثانية تتضمن تقدير معادلة الأجل

الطويل بالصيغة التالية:

$$Y_t = \mu + \sum_{i=1}^p \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^q \gamma_j X_{t-j} + U_t$$

حيث  $(Y_t)$  : المتغير التابع،  $(X_t)$  : المتغير المستقل،  $(\mu, \alpha, \gamma)$ : معاملات المتغيرات ،  $(p, q)$ : فترات

الابطاء للفرق الاول للمتغيرات،  $(U_t)$ : حد الخطأ العشوائي.

ويتم الحصول على المرونات طويلة الأجل للمتغيرات عن طريق العلاقة التالية :

$$\xi_{xi} = (\sum_{i=1}^p \alpha_i) / (1 - \sum_{j=1}^q \gamma_j)$$

حيث  $\xi_{xi}$  : المرونة طويلة الاجل للمتغير  $X_i$ .

أما المرحلة الثالثة فهي الحصول على العلاقة قصيرة الأجل للنموذج من خلال استخدام البواقي

المقدرة بفترة إبطاء واحدة ويتم الحصول عليها من العلاقة طويلة الأجل كالتالي :

$$\Delta Y_t = \mu + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-1} + \sum_{j=0}^m \gamma_j X_{t-1} + \beta ECT_{t-1} + U_t$$

ويتم تعريف حد تصحيح الخطأ (ECT) كالتالي:

$$ECT_t = Y_{t-1} + \beta_0 + \gamma_1 X_{t-1} + U_t$$

#### 4.3.4 اختبار كوزوم للاستقرارية (CUSUM of Squares Stability Tests)

في عملية تقدير النماذج القياسية هنالك حاجة لإستقصاء فيما إذا كانت هذه المتغيرات تظهر

تغيراً هيكلياً في سلوكها عبر الزمن، ويعد اختبار كوزوم (CUSUM of Squares) للاستقرارية من

الاختبارات الأكثر شيوعاً في هذا المجال.

وتظهر نتائج الاختبار في شكل منحنى لأخطاء النموذج المقدر بواسطة الانحدار الذاتي

لفترات الإبطاء الموزع (Autoregressive Distributed Lag) ومجال الثقة، بهدف اختبار الفرضية العدمية

التي تنص على أن معاملات النموذج غير مستقرة. حيث أنه إذا كان منحنى الأخطاء ضمن الحدود

الدرجة طوال فترة الدراسة، فإنه يتم رفض الفرضية العدمية عند مستوى المعنوية (5%)، ويعني هذا أن

المعاملات مستقرة على طول فترة الدراسة، حيث يمكن تقدير معاملات ثابتة للنموذج على طول الفترة

الزمنية للدراسة دون الحاجة إلى تجزئة كامل فترة الدراسة إلى فترات جزئية، أما في حالة عدم رفض

الفرضية العدمية فإنه يجب تقسيم فترة الدراسة إلى فترات تكون فيها المعاملات مستقرة (Brown et al.,

1975).

#### 4.4 نتائج التحليل القياسي

تم عرض نتائج الاختبارات السابقة كما يلي:

##### 1.4.4 اختباري جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF)

بهدف إستقصاء سكون متغيرات الدراسة، تم استخدام اختبار جذر الوحدة ديكي - فولر الموسع،

وكانت النتائج كالتالي:

#### جدول (1-4)

نتائج اختبار ديكي فولر الموسع ( intercept and trend )

المتغير	قيمة t المحسوبة	القيم الجدولية عند مستويات المعنوية		
		1%	5%	
LKOFE	-1.192029	-3.670170	-	المستوى
	-4.840964	-3.679322	-	الفرق الاول
LE	-1.786558	-3.670170	-2.963972	المستوى
	-3.255716	-3.679322	2.967767	الفرق الاول
LT	-1.892715	-3.670170	-	المستوى
	-4.488460	-3.679322	-	الفرق الاول
LSP	-1.395589	-3.670170	-	المستوى
	-7.047073	-3.679322	-	الفرق الاول
LVOT	-2.086592	-3.670170	-	المستوى
	-5.833800	-3.679322	-	الفرق الاول
LTOR	-1.865219	-3.670170	-	المستوى
	-4.913819	-3.679322	-	الفرق الاول

Lx : تشير الى اللوغارتم الطبيعي للمتغير X

تشير نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع الموجوده في الجدول (1-4) الى أن جميع السلاسل الزمنية

لمتغيرات الدراسة غير ساكنة في المستوى، في حين أنها ساكنة بعد اخذ الفرق الاول عند مستوى معنوية

1% عدا السلسلة الزمنية لسعر الصرف حيث أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الاول عند مستوى معنوية

5%، حيث أن قيم ديكي- فولر المحسوبة بالقيمة المطلقة أصبحت أكبر من القيمة الجدولية في قيمتها

المطلقة عند مستوى المعنوية بعد اخذ الفرق الأول وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية بوجود جذر الوحدة عند الفرق الأول ، أي أن السلاسل الزمنية مستقرة عند الفرق الأول (1)I .

#### 2.4.4 اختبار تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)

بعد إجراء الإختبارات اللازمة لاختبار العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني تبين أن عدد هذه الفترات هو خمسة والذي تم تحديده من قبل البرنامج 9 E-Views بشكل اتوماتيكي لكل من معادلة معدل دوران السهم (TOR) ومعادلة حجم التداول (VOT) وذلك كما يظهر من الجدولين (2-4) و (3-4).

#### جدول (2-4)

نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

LTOR, LKOF, LE, LT

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	5.78E-07	-3.012341	-2.818787	-2.956604
1	151.2385*	1.50E-09	-8.983404	-8.015637	-8.704722
2	24.12968	1.38E-09	-9.172027	-7.430048	-8.670400
3	22.41844	1.11E-09	-9.665753	-7.149560	-8.941181
4	24.55873	4.64E-10	-11.16373	-7.873326	-10.21621
5	20.64468	1.12E-10*	-14.06190*	-9.997279*	-12.89144*

Note: (AIC): Akaike Info Criterion, (SIC): Schwarz Info Criterion, (HQ): Hannan – Quinn, (FBE): Final Prediction Error criterion.

#### جدول (3-4)

نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ

LVOT, LKOF, LE, LT

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	8.68E-07	-2.606018	-2.412465	-2.550282
1	145.8475*	2.92E-09	-8.320367	-7.352600	-8.041685
2	21.57024	3.10E-09	-8.358435	-6.616455	-7.856808
3	19.03036	3.24E-09	-8.591540	-6.075347	-7.866967
4	25.51664	1.22E-09	-10.19595	-6.905547	-9.248435
5	16.32289	7.00E-10*	-12.22976*	-8.165142*	-11.05930*

Note: (AIC): Akaike Info Criterion, (SIC): Schwarz Info Criterion, (HQ): Hannan – Quinn, (FBE): Final Prediction Error criterion.

### 3.4.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

تقوم معادلة التكامل المشترك في هذه الدراسة على تقدير انحدار المتغيرات المستقلة (LKOFE, LTOR, LSP).

على المتغير التابع الممثل بمؤشرات أداء بورصة عمان الثلاثة (LVOT, LTOR, LSP).

وبما أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة في مستواها وتصبح ساكنة بعد أخذ الفرق

الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1) ، وهذا يدل على إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة

المدى، أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات. ولمعرفة إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات فقد

تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL) من خلال إجراء اختبار الحدود

(Pesaran et al., 2001) المقترح من قبل (Bounds Testing Approach).

#### جدول (4-4)

نتائج اختبار الحدود

Equation	F-statistic	$L_B^*$	$U_B^*$	$L_B^{**}$	$U_B^{**}$	K	Decision
LTOR =f [LKOFE, LE,LT ]	20.33	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LKOFE =f [ LTOR, LE,LT ]	10.13	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LE =f [LTOR,LKOFE,LT ]	11.91	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LT =f [LTOR,LKOFE,LE ]	4.73	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LVOT =f [LKOFE,LE,LT]	6.22	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LKOFE =f [LVOT,LE,LT]	9.78	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LE =f [LVOT,LKOFE,LT]	9.83	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Co-integration
LT =f [LVOT,LKOFE, LE]	4.17	3.65	4.66	3.15	4.08	3	Can't decide

\* 1% significance level

\*\* 2.5% significance level

$U_B$  Upper Critical Bound

$L_B$  Lower Critical Bound

تشير نتائج اختبار الحدود الظاهرة في جدول (4-4) إلى أن المتغيرات في معادلتنا معدل دوران

السهم وحجم التداول تحتوي على علاقة طويلة الأمد حيث أن قيم F-statistic المحسوبة أعلى من القيمة

العليا للحد الحرج وبالتالي يمكن رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك.

#### 4.4.4 تقدير المرونات في المدى الطويل

بعد أن اظهرت المتغيرات تكاملاً مشتركاً فهذا يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأمد بين

المتغيرات، ولذلك يمكن تقدير المرونات في المدى الطويل باستخدام نموذج (ARDL) كما يلي:

أولاً: نتائج تقدير النموذج الأول (نموذج معدل دوران السهم)

يظهر الجدول (5-4) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة والمقطع في المدى الطويل بإعتبار معدل دوران السهم متغيراً تابعاً مؤشراً عن اداء بورصة عمان. بعد استخدام معيار (AIC) لتحديد فترات التباطؤ فان نموذج (ARDL) الأمثل الذي تم اختياره عن طريق برمجية (EViews-9) هو (ARDL(4,5,5,2)).

#### جدول (5-4)

نتائج المرونات في المدى الطويل لنموذج معدل دوران السهم

Dependent variable; LTOR

Estimated Long Run Coefficients ARDL Approach (4, 5, 5, 2) based on AIC

Variable	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
Intercept	-14.008	1.3200	-10.612 [.000]
LKOFE	2.6003	0.2796	9.299 [.000]
LE	0.3077	0.2802	1.098 [.314]
LT	2.5564	0.2796	5.217 [.000]
Adjusted R-Squared: 0.785		F-statistic: 5.336 [0.057]	
S.E. of Regression: 0.181			

من الجدول (5-4) يمكن كتابة العلاقة التوازنية في المدى الطويل كالآتي:

$$LTOR = -14.008 + 2.6003LKOFE + 0.3077LE + 2.5564LT$$

ويتضح من النتائج أن معاملات كل من العولمة الاقتصادية والضريبة مقبولة احصائياً على

مستوى 1% في حين أن معامل سعر الصرف الحقيقي غير مقبولة إحصائياً.

وبما أن النموذج اعتمد على الصيغة اللوغاريتمية، فإن المعاملات المقدرة تمثل المرونات طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. حيث أظهرت النتائج أن مرونة العولمة الإقتصادية موجبة، حيث أن الزيادة بنسبة 1% في مؤشر العولمة الإقتصادية تؤدي الى ارتفاع بنسبة 2.6003% في معدل دوران السهم، اما الضرائب فإن مرونتها موجبة أيضا فالزيادة في قيمتها بنسبة 1% تؤدي الى زيادة معدل دوران السهم بنسبة 2.5564%. وتتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة Goel & Gupta (2011).

#### ثانياً: نتائج تقدير النموذج الثاني (نموذج حجم التداول)

يظهر الجدول (4-6) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة والمقطع في المدى الطويل بإعتبار حجم التداول متغيراً تابعاً مؤشراً عن أداء بورصة عمان. بعد استخدام معيار (AIC) لتحديد فترات التباطؤ، فإن نموذج (ARDL) الامثل الذي تم اختياره عن طريق برمجية (EViews-9) هو (ARDL(5,5,5,5)).

#### جدول (6-4)

نتائج المرونات في المدى الطويل لنموذج حجم التداول

Dependent variable; LVOT

Estimated Long Run Coefficients ARDL Approach (5, 5, 5, 5) based on AIC

Variable	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
Intercept	-55.9003	7.5159	-7.437[.017]
LKOFE	9.95462	1.3776	7.226[.046]
LE	-4.93509	1.1018	-4.478 [.017]
LT	5.47825	0.5640	9.712[.010]
Adjusted R-Squared: 0.761			
S.E. of Regression: 0.288			

من الجدول (6-4) يمكن كتابة العلاقة التوازنية في المدى الطويل كالآتي:

$$LVOT = -55.9003 + 9.95462 LKOFE - 4.93509LE + 5.47825 LT$$

وتشير النتائج الى أن معاملات كل من العولمة الإقتصادية والضرائب وسعر الصرف الحقيقي

مقبولة احصائياً على مستوى 5% أو أقل.

وبما أن النموذج اعتمد على الصيغة اللوغاريتمية، فإن المعاملات المقدره تمثل المرونات طويلة

الأمد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وتُظهر النتائج أن مرونة العولمة الإقتصادية موجبة، مما

يعني أن الزيادة بنسبة 1% في مؤشر العولمة الإقتصادية تؤدي الى زيادة بنسبة 9.95462% في حجم

التداول، كما أن مرونة الضريبة موجبة مما يعني أن أي زيادة بنسبة 1% في الضريبة تؤدي الى زيادة

بنسبة 5.47825% في حجم التداول، اما سعر الصرف الحقيقي فإن مرونته سالبة، مما يعني أن الزيادة

في سعر الصرف الحقيقي بنسبة 1% تؤدي الى انخفاض حجم التداول بنسبة 4.93509%.

### ثالثاً: نتائج تقدير النموذج الثالث (نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم):

ولعدم الحصول على نتائج مقبولة احصائياً باستخدام نموذج (ARDL) عند تطبيقه على نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم ، مما يشكك في مدى ملائمة هذا النموذج لبيانات المتغيرات، فإنه تم اللجوء الى استخدام منهجية FMOLS (Fully Modified Ordinary Least Squares Method) لتقدير نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم. حيث أن الشروط المطلوب توفرها في نموذج FMOLS لا تختلف عن الشروط الواجب توفرها في نموذج ARDL.

وللتأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات في النموذج الثالث تم استخدام اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (Johansen,1988) ، حيث كانت نتائج التحليل كالتالي:

جدول رقم (4-7):نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

Critical value (5%)	Trace statistic	Critical value (5%)	Max Eigen value	Eigen value	عدد متجهات التكامل المشترك
47.85612	121.6427*	27.58434	73.08045*	0.933242	None
29.79707	48.56229*	21.13162	28.94375*	0.657674	At most 1
15.49471	19.61854*	14.26460	11.50993	0.347075	At most 2
3.841466	8.108616*	3.84166	8.108616*	0.259418	At most 3

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

حيث تشير نتائج الجدول رقم (4-7) إلى وجود تكامل مشترك إذ أن القيمة المحسوبة لكلا الاختبارين (Trace test) و (Max Eigen Value test) أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5%، وبذلك فإن نتائج سكون البيانات واختبار التكامل المشترك يؤكدان وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

عند تطبيق طريقة FMOLS على نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم تم الحصول على النتائج

المبينة في الجدول (8-4) التالي.

#### الجدول (8-4)

نتائج المرونات في المدى الطويل لنموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم

Dependent Variable: LSP

Method: Fully Modified Ordinary Least Squares

Method (FMOLS)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Intercept	-23.44102	4.184710	-5.601588	0.000
LKOFE	6.321124	0.786528	8.036747	0.000
LE	-0.975532	0.359166	-2.716106	0.011
LT	1.646264	0.786528	3.293626	0.000
Adjusted R-squared	0.798554	Mean dependent var	7.677000	
S.E. of regression	0.346145	S.D. dependent var	0.771220	
R-squared	0.819393	Sum squared resid	3.155218	
		Long-run variance	0.122307	

من الجدول (8-4) يمكن كتابة العلاقة التوازنية في المدى الطويل كالآتي:

$$LSP = - 23.44102 + 6.321124 LKOFE - 0.975532 LE + 1.646264 LT$$

ويتضح من النتائج الى ان جميع معاملات العولمة الإقتصادية والضرائب وسعر الصرف

الحقيقي مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية 1%.

وبما أن النموذج اعتمد على الصيغة اللوغاريتمية للمتغيرات، فإن المعاملات المقدرة تمثل

المرونات طويلة الأمد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث أظهرت النتائج أن مرونة العولمة

الإقتصادية موجبة، حيث أن الزيادة بنسبة 1% في مؤشر العولمة الإقتصادية تؤدي الى ارتفاع بنسبة

6.321124% في المؤشر العام لأسعار الأسهم. كما أن مرونة الضرائب هي موجبة ايضاً، حيث ان

الزيادة بنسبة 1% في الضرائب تؤدي الى زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة 1.646264%.

اما مرونة سعر الصرف الحقيقي فهي سالبة حيث إن الزيادة في قيمته بنسبة 1% تؤدي الى إنخفاض في المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة 0.975532%.

#### 5.4.4 تقدير المرونات في المدى القصير:

يُبين الجدولين (9-4) و (10-4) نتائج المرونات في المدى القصير لنموذجي معدل دوران السهم وحجم التداول كالآتي :

#### جدول (9-4)

نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة معدل دوران السهم

Dependent Variable is dLTOR			
Variable	Coefficient	Standard Error	T-Statistic[Prob]
INTERCEPT	-60.48461	7.480935	-8.085[.000]
D(LTOR(-1))	3.247785	0.607968	5.342[.001]
D(LTOR(-2))	2.415378	0.498952	4.840[.002]
D(LTOR(-3))	1.392873	0.358204	3.888[.008]
D(LKOFE)	-7.861236	4.052959	-1.939 [.100]
D(LKOFE(-1))	-44.98563	7.651575	-5.879[.001]
D(LKOFE(-2))	-44.45023	7.956420	-5.586[.001]
D(LKOFE(-3))	-27.98196	6.152717	-4.547 [.003]
D(LKOFE(-4))	-9.566500	1.973277	-4.848[.002]
D(LE)	4.235679	1.460260	2.900[.027]
D(LE(-1))	5.334719	1.258578	4.238[.005]
D(LE(-2))	8.673804	1.392330	6.229[.000]
D(LE(-3))	6.479759	1.076452	6.019[.000]
D(LE(-4))	5.142826	0.970105	5.579[.001]
D(LT)	0.809034	0.532493	1.519[.179]
D(LT(-1))	-6.135823	1.350457	-4.543[.003]
CointEq(-1)	-4.317799	0.331666	-13.018[.000]
Adjusted R-Squared: 0.890		F-statistic: 11.713[.002]	
R-squared: 0.973		S.E. of Regression: 0.131	

جدول (10-4)

نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة حجم التداول

Dependent Variable is dL VOT			
Variable	Coefficient	Standard Error	T-Statistic[Prob]
INTERCEPT	-210.2709	47.66662	-4.222[.051]
D(LVOT(-1))	2.322297	0.950463	2.443[.134]
D(LVOT(-2))	1.736085	0.900603	1.927[.003]
D(LVOT(-3))	0.471672	0.528631	0.892[.466]
D(LVOT(-4))	0.243041	0.364145	0.667[.073]
D(LKOFE)	-33.14284	10.61149	-3.12[.089]
D(LKOFE(-1))	-52.32870	17.53636	-2.98[.096]
D(LKOFE(-2))	-40.43493	19.41022	-2.08[.027]
D(LKOFE(-3))	-11.88232	14.64279	-8.81[.006]
D(LKOFE(-4))	-21.42654	13.55550	-1.58[.012]
D(LE)	-7.569073	3.239119	-2.33[.053]
D(LE(-1))	11.76523	3.330790	3.53[.071]
D(LE(-2))	8.344983	3.288812	2.53 [.126]
D(LE(-3))	7.423195	3.104412	2.39[.109]
D(LE(-4))	5.827791	2.689829	2.16[.162]
D(LT)	1.550219	1.906274	0.81[.009]
D(LT(-1))	-5.703598	3.926657	-1.45[.003]
D(LT(-2))	-8.860478	3.848328	-2.30[.147]
D(LT(-3))	-2.489074	1.525533	-1.63[.244]
D(LT(-4))	2.179143	1.372038	1.58[.253]
CointEq(-1)	-3.600529	0.372643	-9.662[.010]
Adjusted R-Squared: 0.761		F-statistic: 4.464 [.198]	
R-squared: 0.980		S.E. of Regression: 0.288	

ليس هنالك الكثير من التفسيرات للمعاملات في المدى القصير، حيث أن تلك المعاملات تظهر التعديل لجميع المتغيرات في النموذج (Dritsakis, 2011). ويعد معامل حد تصحيح الخطأ (CointEq(-1)) أهم معامل في نتائج معاملات المدى القصير في نموذج ARDL، وظهور معاملته سالباً يعني أن النموذج قصير المدى يقترب من النموذج طويل المدى، وتعبّر القيمة المطلقة لمعامل حد تصحيح الخطأ عن نسبة اختلال في التوازن في الفترة السابقة التي يتم تصحيحها في الفترة اللاحقة بعد حدوث أي صدمة تتعرض لها المتغيرات المستقلة وتؤثر على المتغير التابع. وتشير النتائج إلى أن 431.77% من

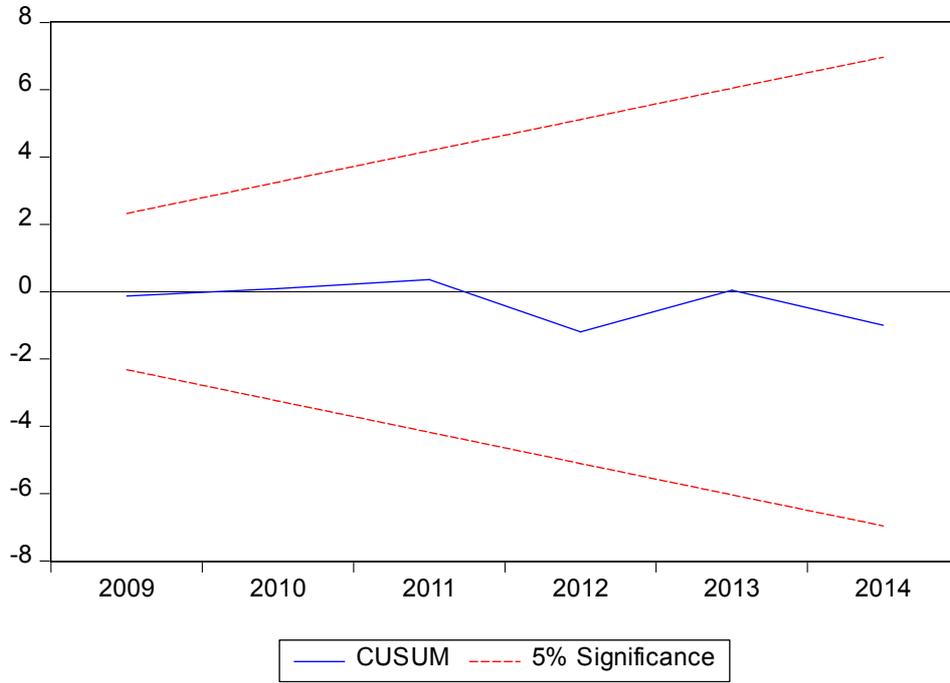
الاختلالات الحاصلة في المتغيرات المستقلة والتي تؤثر على معدل دوران السهم يتم تصحيحها عبر الفترة الزمنية اللاحقة وان 360.0529% من الاختلالات الحاصلة في المتغيرات المستقلة والمؤثرة على حجم التداول يتم تصحيحها عبر الفترة الزمنية اللاحقة.

#### 6.4.4 اختبار كوزوم للاستقرارية (Cusum of Squares)

بعد إجراء اختبار (Cusum of Squares) للاستقرارية للنماذج الثلاثة، تبين أن منحنى الأخطاء يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وعليه فإنه لا يوجد حاجة لتقسيم الفترة الزمنية (1984-2014) إلى فترات جزئية، وبهذا يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية واحدة. وذلك كما يظهر الأشكال (1-4) ، و(2-4) ، (3-4).

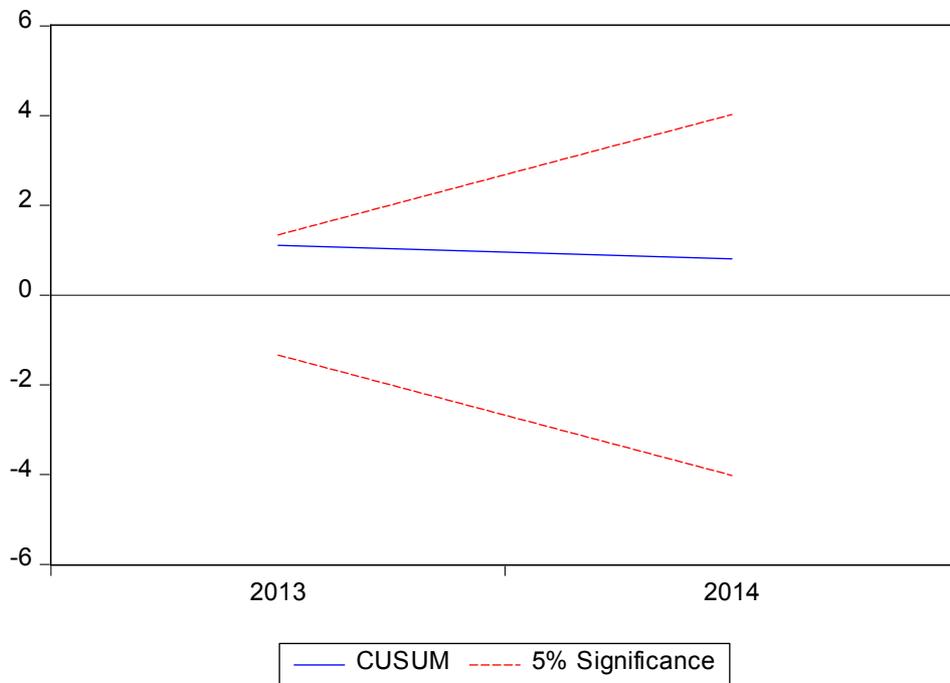
الشكل (1-4)

Cusum stability test (LTOR, LKOFE, LE, LT)



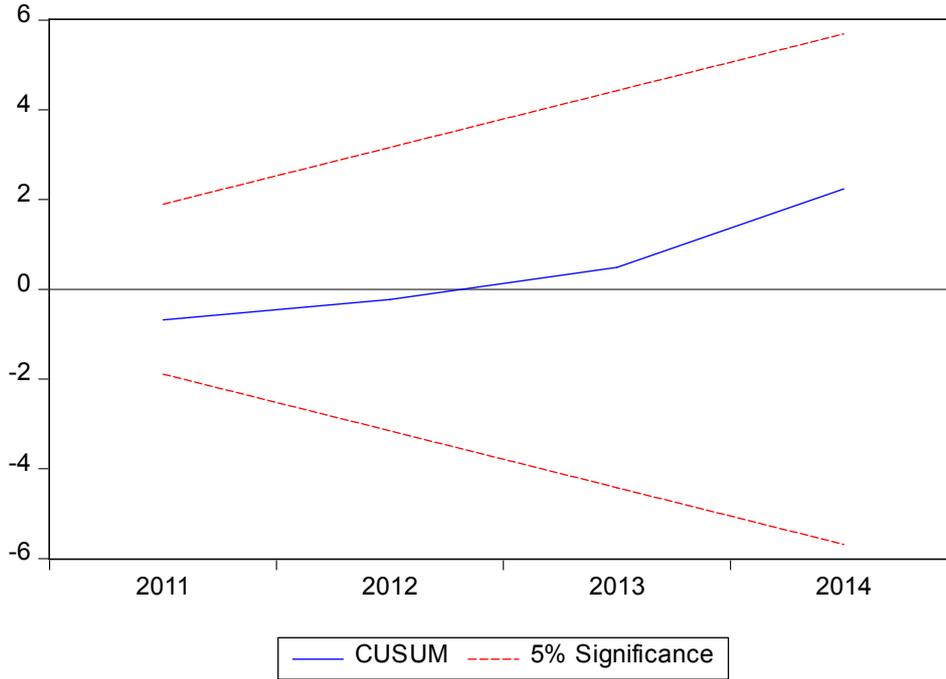
الشكل (2-4)

Cusum stability test (LVOT, LKOFE, LE, LT)



### الشكل (3-4)

#### Cusum stability test (LSP, LKOFE, LE, LT)



#### 7.4.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Tests)

للتأكد من كفاءة النموذج المستخدم في التحليل وعدم وجود أي من المشاكل القياسية، تم إجراء

الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests) كالآتي:

#### جدول (4-11)

#### نتائج الاختبارات التشخيصية

Equation	Test	Test Statistic	Prob.
LTOR= $f$ (LKOFE,LE,LT)	Serial Correlation test	F-cal =0.001	Prob.F(5,1)= 5.80%
	Heteroscedasticity test	F-cal =0.361	Prob.F(19,6)= 44.33%
LVOT= $f$ (LKOFE,LE,LT)	Serial Correlation test	F-cal =0.427	Prob.F(16,2)= 77.35%
	Heteroscedasticity test	F-cal =0.603	Prob.F(23,2)= 93.01%
LSP= $f$ (LKOFE,LE,LT)	Serial Correlation test	F-cal =0.510	Prob.F(20,0)= 62.87%
	Heteroscedasticity test	F-cal =0.572	Prob.F(21,4)= 84.45%

تظهر النتائج في الجدول (4-11) الى خلو النموذج من مشكلة الارتباط المتسلسل بين الازخاء العشوائية حيث ان احتمالية (F-statistic) اكبر من 5% وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط متسلسل بين الازخاء العشوائية. كما أن احتمالية (F-statistic) لإختبار ثبات تباين حد الخطأ اكبر من 10% وعليه يمكن قبول الفرضية الصفرية بثبات تباين حد الخطأ.

ومن خلال النتائج السابقة والتي تم التوصل اليها من خلال هذه الدراسة تبين وجود أثر إيجابي للعولمة الإقتصادية على مؤشرات أداء بورصة عمان والمتمثلة بمعدل دوران السهم وحجم التداول وبالمؤشر العام لأسعار الأسهم. وهذا يتفق مع فرضية الدراسة ويتفق أيضا مع النظرية الإقتصادية التي تنص على وجود علاقة إيجابية ما بين العولمة الإقتصادية وأداء الأسواق المالية .

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

#### 1.5 النتائج

لإستناداً إلى نتائج الجانب التطبيقي لإستقصاء أثر العولمة الإقتصادية على أداء بورصة عمان للفترة (1984-2014) يمكن تلخيص أهم هذه النتائج كما يلي:

1. أظهرت الدراسة من خلال اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، بأن جميع متغيرات الدراسة ساكنة عند الفرق الأول.

2. أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين العولمة الاقتصادية ومؤشرات البورصة وجود علاقة تكاملية في الأجلين القصير والطويل باستخدام اختبار الحدود ARDL Bounds Test to Cointegration، وأن مؤشر العولمة الإقتصادية له اثراً إيجابياً على كل من معدل دوران السهم وحجم التداول ، حيث أن أي ارتفاع في مؤشر العولمة الإقتصادية بنسبة 1% يؤدي الى ارتفاع مؤشر معدل دوران السهم بنسبة 2.60032% والى ارتفاع حجم التداول بنسبة 9.95462% .

3. أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين العولمة الإقتصادية والمؤشر العام لأسعار الأسهم كمؤشراً عن أداء بورصة عمان عن وجود علاقة تكاملية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدله كلياً FMOLS، وأن مؤشر العولمة الإقتصادية له اثراً إيجابياً على المؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث أن أي ارتفاع في مؤشر العولمة الإقتصادية بنسبة 1% يؤدي الى ارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة 6.321124% .

## 2.5 التوصيات :

بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في الجانب التطبيقي للدراسة، فإنه يمكن تقديم التوصيات

التالية:

1- بينت نتائج الدراسة بأن العولمة الإقتصادية تؤثر إيجابياً على جميع مؤشرات أداء بورصة عمان وهي معدل دوران السهم ومؤشر حجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم ، ولذلك فإنه يوصى برفع مؤشر العولمة الإقتصادية وذلك من خلال الإفتاح الإقتصادي على العالم وكذلك استخدام العمالة الأجنبية ذات المؤهلات والخبرات وكذلك تشجيع الإستثمار الأجنبي المباشر .

2- بينت الدراسة أن سعر الصرف الحقيقي يؤثر سلبياً على كل من حجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم ولذلك يوصى بإعادة النظر في سياسة تثبيت سعر الصرف الاسمي للدينار الاردني مقابل الدولار الامريكي والتوجه نحو التعويم أو الربط بسلة العملات العالمية الأمر الذي يؤدي الى الحد من تخوف المستثمر الاجنبي من الخسائر المالية نتيجة لفرق اسعار صرف العملات الاجنبية امام الدولار. والعمل على زيادة الاحتياطات الاجنبية من العملات الصعبة مما يؤدي الى زيادة ثقة المستثمر الاجنبي بالسوق الاردنية عامة.

3- بالرغم من التأثير الإيجابي للعولمة الإقتصادية على مؤشرات بورصة عمان، كمعدل دوران الأسهم وحجم التداول في بورصة عمان والمؤشر العام لأسعار الأسهم إلا أنه يجب التعامل معها بحذر شديد خصوصاً وأن الأقتصاد الأردني منفتح إقتصادياً وقد يتأثر بدرجة كبيرة بالصدمات الخارجية المفاجئة في الأسواق المالية العالمية.

4- العمل على تطوير بورصة عمان بما يتواءم مع البورصات العالمية مما يجعلها أكثر جذباً للمستثمرين الأجانب .

## قائمة المراجع

### المراجع العربية

1. الأطرش، محمد، (2000). "حول تحديات العولمة الاقتصادية"، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 260.
2. الخصيب، صبري، (2006). "أداء بورصة عمان"، إدارة الدراسات والتدريب، وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، غرفة تجارة عمان، عمان، الأردن.
3. الخضيرى، محسن أحمد (2001)، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر.
4. الزيادات، علي والخرابشة، فارس، (2013). "أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية: حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني"، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد 21، العدد 1، ص ص 399-426.
5. الشيمي، محمد نبيل (2009)، العولمة والأزمة الاقتصادية العالمية، الحوار المتمدن، موقع الكتروني <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=160058> ، العدد 2533، ص2.
6. العسلي، حمزه عدنان، (2006). "أثر التحرير المالي على عوائد الأسهم وحجم تداول أسهم قطاع البنوك في الأردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والاعمال، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
7. العقون، نادية، (2013)، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر.
8. المجدوب، أسامة (1999)، العولمة والإقليمية، مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية (الدار المصرية اللبنانية)
9. المقدسي، سمير، (2000)، "التكتل الاقتصادي العربي والعولمة على مشارف القرن 21"، مجلة شؤون عربية، العدد 103، ص113.

10. حجاج، محمد الهاشمي، (2012). "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
11. شاكور، علي، (2002). "تفعيل قانون التمويل العقاري"، دورة إعداد خبير التقييم العقاري - جامعة القاهرة، القاهرة، مصر.
12. صقر، عمر، (2001)، "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، ص ص 120-121.
13. عبد العزيز، أحمد وزكريا، جاسم وطحان، فراس، (2011). "العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على الدول العربية"، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، العدد 86، ص ص 1-84.
14. عفيفي، سامي حاتم، (2011). اقتصاديات التجارة الدولية، جامعة حلوان، القاهرة، ص ص 312.
15. عمر، أحمد مصطفى، (2004). "إعلام العولمة وتأثيرها على المستهلك"، سلسلة كتب المستقبل العربي، بيروت، لبنان، ط 2.
16. قصرأوي، قصي، 2008، "أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2007)" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد.

## مقالات الانترنت

1. بورصة عمّان، "نشرة تعريفية عن سوق عمّان المالي"، (موقع بورصة عمّان)

<http://www.ase.com.jo/ar>

2. الموقع الالكتروني لارقام العولمة الاقتصادية التي تم الحصول عليه وذلك من خلال الموقع

<http://globalization.kof.ethz.ch> الالكتروني التالي

3. الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية وأعداد مختلفة من النشرة

الإحصائية الشهرية.

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

4. الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي 2014.

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

- Abdel Shahid, Shahira, (2002). " The impact of globalization on capital markets: the Egyptian case", Modified Version, Egypt, June.
- Arin, Tulay. (2000), " Financial Markets and Globalization in Turkey". This paper was supported by the University of Istanbul Research Fund. Project No. B-58/280998
- Baranzini, A. & Weber, S. & Bareit, M. & Mathys, N. (2013). "The causal relationship between energy use and economic growth in Switzerland". Energy Economics, Vol.36. pp.464-470
- Brown, R.L., J. Durbin, and J.M. Evans (1975), "Techniques for Testing the Constancy of Regression Relations over Time," Journal of the Royal Statistical Society, Series B, Vol.37, pp.149-163.
- Dritsakis, N. (2011). " Demand for Money in Hungary: An ARDL Approach", Review of Economics & Finance.
- Engler, R. & Granger, C. (1987). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". Econometrica, Vol.22, No.3, pp.117-129.
- Goel, K. & Gupta, R. (2011). "Impact of Globalization on Stock Market Development in India", Delhi Business Review, Vol.12, No.1, pp.69-85.
- Haghi, S., Mostafavi, S., and Behname, M., (2015). "The Effect of Globalization on Firms Stock in the Selected Asian Countries", Atlantic Review of Economics, Vol.1.No.1
- Hoque, M. & Yusop, Z. (2010). "Impact of trade liberalization on aggregate import in Bangladesh: An ARDL Bounds test approach". Journal of Asian Economics, Vol.21, No.1, pp.37-52.

- Johansen, J. (1988). "Statistical Analysis Of Cointegration Vectors" . Journal of Economics and Control 12:pp. 231-254.
- Johansen, S. & Juselius, k. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money". Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol.52, No. 2, pp.169-210.
- Nelson, C. R. & Plosser, C. I. (1982), "Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications". Journal of Monetary Economics, Vol.10, pp.139-162.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. and Smith, R. J. (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships; Journal of Applied Econometrics", Vol.16 No.10, pp.289–326.
- Thomas, R. L, (1997). "Modern Econometrics: An introduction". (1st ed.), AddisonWesleyLongman, England.

الملخص باللغة الانجليزية

## Abstract

**AL-Qudah, Ali Tayseer. The Impact of Economic Globalization on Performance of Amman Stock Exchange (Jordan): An Econometric Study**

**Master Thesis, Department of Economics, Yarmouk University, 2016.**

**Supervisor: Prof. Ahmad Ibrahim Malawi.**

This study aims to investigate the impact of Economic Globalization on Performance of Amman Stock Exchange (Jordan) during the period (1984-2014). Several diagnostic tests have been utilized such as Augmented Dickey-Fuller (ADF) for stationarity. The results show that the variables are not stationary in their levels whereas their first differences are stationary. CUSUM of squares was applied for checking the stability of the model parameters. The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) bounds testing approach and the Fully Modified Ordinary Least Squares Method (FMOLS) have been utilized.

And it was the Definition of Economic Globalization as the increasing mutual dependence between the countries of the world by increasing the size and diversity of trade between countries for goods and services and capital flows and rapid and widespread technology

The results of the study have shown that economic globalization positively affect all indices of the performance of the Amman Stock Exchange (turnover ratio, volume of trade, and stock's price). In spite of the positive impact of economic globalization on the Amman Stock Exchange indices, we need be careful about the negative side effects of this economic globalization

**Keywords:** Economic globalization, Volume of Trade, Turnover Ratio, Stock Price Index, ARDL, FMOLS, Amman Stock Exchange, Jordan.

## الملحق رقم (1)

السنة	حجم التداول * (مليون دينار أردني)	اجمالي الضرائب العامة (T) (كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي)	معدل دوران السهم* (مرة)	المؤشر العام لأسعار الأسهم* (نقطة)	سعر الصرف الحقيقي للدينار الاردني مقابل الدولار الامريكي (E) (دينار اردني)	مؤشر العولمة الاقتصادية (نقطة)
1984	59.31862	0.160	10.371	811.8	0.252	45.96696
1985	66.73087	0.161	10.202	786	0.229	46.30039
1986	69.52299	0.138	13.491	723.5	0.211	44.97412
1987	148.1783	0.142	26.597	796.9	0.195	44.51363
1988	132.6252	0.146	28.834	845.1	0.284	44.69549
1989	367.5898	0.152	49.547	932.7	0.465	49.55703
1990	268.886	0.178	33.444	804.3	0.527	50.19917
1991	302.8367	0.179	37.753	1000	0.56	52.55255
1992	886.951	0.226	86.234	1299	0.573	53.38549
1993	968.6138	0.211	51.121	1585	0.586	54.95715
1994	495.0761	0.203	25.894	1436	0.592	54.62241
1995	418.9585	0.213	20.981	1591.7	0.595	55.41589
1996	248.5833	0.213	17.72	1534.6	0.615	60.04997
1997	355.2446	0.180	17.8	1692.4	0.619	61.73394
1998	464.3743	0.145	18.574	1701.3	0.629	61.8836
1999	389.4763	0.144	19.134	1673.5	0.691	63.88567
2000	334.7246	0.153	11.251	1330.5	0.603	65.7607
2001	668.6527	0.151	19.867	1727.2	0.596	66.82335
2002	950.273	0.140	26.476	1700.2	0.598	67.38847
2003	1855.176	0.145	49.1	2614.5	0.598	68.2552
2004	3793.251	0.171	58.193	4245.6	0.598	68.31213
2005	16871.05	0.193	94.068	8191.5	0.6	69.99494
2006	14209.87	0.195	101.135	5518.1	0.618	70.20526
2007	12348.1	0.204	91.2	7519.3	0.629	70.72862

70.54127	0.69	6243.1	91.546	0.177	20318.01	2008
69.60629	0.687	5520.1	91.333	0.170	9665.311	2009
70.27446	0.709	5318	102.177	0.159	6689.987	2010
69.19112	0.716	4648.4	58.17	0.150	2850.253	2011
68.07966	0.733	4593.9	33.886	0.161	1978.814	2012
70.64864	0.757	4336.706	38.00098	0.153	3027.255	2013
70.90437	0.767	4237.624	32.81437	0.159	2263.405	2014

المصادر:

- المعهد السويصري المتخصص بدراسات الدورة الاقتصادية، للاعوام (2014-1984).

- البنك المركزي الاردني، بيانات احصائية سنوية، (2014-1984)