



جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية

قسم: الاقتصاد

رسالة ماجستير بعنوان

حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وأثرها على أداء سوق المال الأردني

دراسة تحليلية للفترة (1990-2014)

**The Impact of Workers' Remittances on the performance of Jordanian
Financial Market**

Analytical study (1990 – 2014)

إعداد:

عمر محمد صحن الشريدة

إشراف:

أ. د. قاسم حموري

الفصل الدراسي الصيفي 2015-2016

"حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وأثرها على أداء سوق المال الأردني"

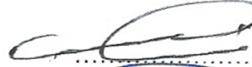
دراسة تحليلية للفترة (1990-2014)

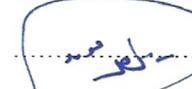
إعداد الطالب

عمر محمد صحن الشريدة

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

لجنة المناقشة

رئيس اللجنة الاسم: ا.د. قاسم محمد الحموري
التوقيع: 

عضو: الاسم: أ.د. رياض عبد الله المومني
التوقيع: 

عضو: الاسم: د. محمد علي الروابدة
التوقيع: 

ب

إهداء

إلى والدي الحبيب ، ووالدتي الغالية

إلى زوجتي العزيزة

إلى ابنتي ليان

إلى أشقائي وشقيقاتي

إلى رفقاء دربي

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي تواضع كل شيء لعظمته، الحمد لله الذي ذل كل شيء لعزته

الحمد لله رب العالمين

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير العميق والامتنان العظيم إلى أستاذي المشرف: الأستاذ الدكتور قاسم الحموري لما منحه لي من وقت وتوجيه وإرشاد وتشجيع، كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أساتذتي الكرام وكل من ساهم في تعليمي.

وأقدم شكري إلى سكرتيرة قسم الاقتصاد السيدة خولة أبو الرب.

والى جميع أصدقائي الذين وقفوا إلى جانبي وساعدوني على إتمام هذا العمل.

الباحث

عمر الشريدة

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
ب	قرار لجنة المناقشة
ج	الإهداء
د	الشكر والتقدير
هـ	قائمة المحتويات
ح	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	الملخص باللغة العربية
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
1	1-1 المقدمة
3	1-2 أهمية الدراسة
3	1-3 مشكلة الدراسة
4	1-4 أهداف الدراسة
5	1-5 منهجية الدراسة
6	1-6 هيكل الدراسة
7	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
7	2-1 المقدمة
10	2-1-1 مفهوم تحويلات العاملين
12	2-1-2 أنواع تحويلات العاملين في الخارج
14	2-1-3 العوامل المؤثرة في تحويلات العاملين في الخارج
16	2-1-4 طرق تدفق تحويلات العاملين في الخارج
19	2-1-5 أوجه استخدامات التحويلات
21	2-1-6 دور السياسة الاقتصادية
22	2-2 الأسواق المالية
23	2-2-1 مفهوم الأسواق المالية
23	2-2-2 أقسام الأسواق المالية
26	2-2-3 الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية
28	2-2-4 كفاءة الاسواق المالية

30	2-2-5 القطاع المالي والنمو الاقتصادي
32	2-3 الدراسات السابقة
32	2-3-1 الدراسات السابقة العربية والأجنبية
37	2-3-2 استنتاجات حول الدراسات السابقة
الفصل الثالث: حوالات العاملين الأردنيين في الخارج	
39	3-1 واقع حوالات العاملين الأردنيين
39	3-1-1 التوزيع الجغرافي للمغتربين الأردنيين
41	3-1-2 حجم تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج وتطورها
46	3-2 أهمية تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على السوق المالي الأردني
46	3-2-1 أهمية تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج في تحقيق الجدارة الائتمانية
47	3-2-2 أهمية تحويلات الأردنيين العاملين بالنسبة للتدفقات المالية الأخرى
الفصل الرابع: سوق المال الأردني	
50	4-1 المقدمة
51	4-1-1 هيكل النظام المالي الأردني
53	4-1-2 مراحل تطور النظام المالي الأردني
55	4-1-3 مؤسسات سوق رأس المال الأردني
56	4-2 سوق عمان المالي
57	4-2-1 أقسام سوق عمان المالي
59	4-2-2 الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الأردني وتطورها
64	4-2-3 الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان
الفصل الخامس: منهجية الدراسة والتحليل القياسي	
67	5-1 متغيرات الدراسة
69	5-2 مصادر البيانات
69	5-3 النموذج القياسي
70	5-4 الاختبارات الأولية
70	5-4-1 اختبارات جذر الوحدة
73	5-4-2 اختبارات تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني
73	5-4-3 اختبار التكامل المشترك

76	4-4-5 اختبار كوزوم للاستقرارية
77	5-5 نتائج التحليل القياسي
77	5-5-1 اختبارات جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية
80	5-5-2 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني
82	5-5-3 اختبار التكامل المشترك
82	5-5-3-1 اختبار الحدود
83	5-5-3-2 تقدير المرونات في المدى الطويل
89	5-5-3-3 تقدير المرونات في المدى القصير
93	5-5-4 اختبار كوزوم للاستقرارية
95	5-5-5 الاختبارات التشخيصية
الفصل السادس: النتائج والتوصيات	
96	6-1 النتائج
97	6-2 التوصيات
98	المراجع والمصادر
98	المراجع والمصادر باللغة العربية
102	المراجع والمصادر باللغة الأجنبية
108	ملحق (1) بيانات الرسالة
110	الملخص باللغة الإنجليزية

قائمة الجداول

رقم الصفحة	المحتوى	رقم الجدول
42	حجم ونمو تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج	1-3
48	نسبة تحويلات العاملين الأردنيين إلى بعض المتغيرات المالية والاقتصادية	2-3
53	المؤسسات المالية في الأردن (2014)	1-4
54	التسلسل الزمني لإجراءات الإصلاحات المالية في الأردن	2-4
60	أهم مؤشرات سوق الأسهم في بورصة عمان	3-4
63	أهم مؤشرات سوق السندات في بورصة عمان	4-4
65	تعاملات غير الأردنيين في بورصة عمان	5-4
78	نتائج اختبار ديكي- فوللر الموسع	1-5
79	نتائج اختبار فيليبس بيرون	2-5
80	نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني لمعادلة حجم التداول الحقيقي	3-5
81	نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم	4-5
81	نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني لمعادلة معدل دوران السهم	5-5
81	نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني لمعادلة إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة	6-5
83	نتائج اختبار الحدود	7-5
84	نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة حجم التداول الحقيقي	8-5
85	نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم	9-5
87	نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة معدل دوران السهم	10-5
88	نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة	11-5
90	نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة حجم التداول الحقيقي	12-5
90	نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم	13-5
91	نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة معدل دوران السهم	14-5
92	نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة	15-5
95	نتائج الاختبارات التشخيصية	13-5

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	المحتوى	الشكل
40	توزيع المغتربين الأردنيين حول العالم	1 - 3
41	توزيع العمالة الأردنية في دول الخليج في عام 2006	2 - 3
44	حجم تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج 1990 - 2014	3 - 3
45	معدل النمو في تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج	4 - 3
93	نتائج اختبار كوزوم لمعادلة حجم التداول الحقيقي	1 - 5
93	نتائج اختبار كوزوم لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم	2 - 5
94	نتائج اختبار كوزوم لمعادلة معدل دوران السهم	3 - 5
94	نتائج اختبار كوزوم لمعادلة إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة	4 - 5

الشريفة، عمر محمد، حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وأثرها على أداء سوق المال الأردني: دراسة تحليلية (1990-2014). رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2016.

إشراف أ. د قاسم محمد حموري

نظرا لعدم وجود تفسير لأثر حوالات العاملين الأردنيين في الخارج على أداء سوق المال الأردني ممثلا بمؤشرات سوق بورصة عمان وإجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة في الأردن، هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على طبيعة واتجاه العلاقة بين حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وكلا من: حجم التداول الحقيقي وأسعار الأسهم ومعدل دوران السهم في بورصة عمان وإجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة في الأردن للفترة 1990 - 2014. وتكمن أهمية الدراسة في اختبارها لمدى الاستقرارية للمتغيرات المستخدمة في السلاسل الزمنية عبر مرور الزمن من خلال استخدامها نموذج (ARDL).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين تحويلات العاملين الأردنيين الحقيقية وكلاً من: حجم التداول الحقيقي، المؤشر العام لأسعار الأسهم، معدل دوران السهم، إجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة. حيث إن زيادة التحويلات بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة حجم التداول الحقيقي بنسبة 2.3032% وزيادة المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة 2.3305% وزيادة معدل دوران السهم بنسبة 6.3197% وزيادة إجمالي الودائع الحقيقية بنسبة 0.0837%.

وفي ضوء النتائج أوصت الدراسة بالعمل على إعادة النظر بالسياسات والإجراءات التي من شأنها التأثير على التحويلات، إضافة إلى ضرورة تطوير القطاع المالي ومعالجة المعوقات والعقبات التي تحد من إقبال المستثمرين على الاستثمار في السوق المالي وتفعيل دور الحكومات في بناء جسور الثقة بين الدولة والعاملين الأردنيين في الخارج.

الكلمات المفتاحية: تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، حجم التداول الحقيقي، معدل دوران السهم، المؤشر العام لأسعار الأسهم، ARDL.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة:

يلعب قطاع المال دوراً مهماً في معدلات النمو الإقتصادي ودفع العملية التنموية من خلال تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي وتخصيص الموارد ورفع معدلات الاستثمار وزيادة حجمها، وذلك من خلال تحريك رؤوس الأموال المجمعة وتنميتها وتوجيهها، وتحريكها من القطاعات المدخرة لها إلى القطاعات التي تحتاج الى سيولة لتمويل استثماراتها والتي بدورها تخدم الأهداف التنموية، ولعل أهم هذه المدخرات في الأردن هي مدخرات العاملين الأردنيين في الخارج أو ما يعرف بحالات المغتربين الأردنيين.

إن حالات العاملين الأردنيين في الخارج تشكل نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث شكلت مانسبته 19,3% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2000 وفي النصف الأول من عام 2015 شكلت مانسبته 20% تقريبا من الناتج المحلي الإجمالي (البنك المركزي الأردني، 2015). علماً أن هذه النسب لاتعكس القيم الفعلية لناتج العاملين الأردنيين في الخارج، وإنما تعكس حالات العاملين في الخارج عبر الجهاز المصرفي والصرافيين فقط.

يعتبر الأردن من الدول النامية القليلة التي تتمتع بنسب عالية من الحوالات مقارنة مع الدول النامية الأخرى، وذلك لأن الأردن يتمتع بمميزات جيدة في عنصر رأس المال البشري، فله من المتعلمين والفنيين وأصحاب الخبرة مايميزه عن أغلب الدول النامية، مما يستدعي الأردن دراسة هذه الحوالات وتنميتها لأنها تعد مصدراً هاماً من مصادر الدخل القومي، حيث بلغ عدد العاملين الأردنيين في الخارج في عام 2013 حوالي 600 ألف عامل، يشكلون 35% من القوى العاملة تقريباً، موزعين على 70 دولة وقد أظهرت

البيانات أن 79,5% منهم في الخليج العربي و 11% في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا و 4,3% في أوروبا و 3% في الدول العربية و 2,2 في باقي دول العالم (البنك المركزي الأردني، 2013).

عرف الأردن التداول في الأسهم في ثلاثينيات القرن الماضي حيث كان التداول يتم بطريقة غير منظمة، الى أن تم إصدار قانون رقم (31) لسنة 1976 كقانون منظم ومراقب لعملية التداول في آن واحد. هذا وقد شهد الأردن تطوراً واضحاً ومستمراً للقوانين والأنظمة المنظمة لعملية التداول أهمها صدور قانون الأوراق المالية لعام 1997 كبديل لقانون سوق عمان المالي لسنة 1976 حيث كان له دوراً إشرافياً ورقابياً، وفي عام 1999 تم إنشاء بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية وتم فصلها جزئياً عن هيئة الأوراق المالية لتدار من قبل القطاع الخاص وذلك لتحسين أدائها ومخرجاتها، وفي عام 2002 صدر قانون الأوراق المالية رقم (76) وذلك لمواكبة المعايير الدولية والتطورات على الصعيد المحلي والخارجي، ومن أهم معالمه تعزيز الرقابة والإشراف على مؤسساته ومنحها سلطات أوسع للحد من المخالفات الحاصلة فيه، إضافة الى منح البورصة صلاحية إعادة هيكلة نفسها بقرار من مجلسها وموافقة رئاسة الوزراء، وإعادة النظر بصلاحيات الهيئة بما يتعلق برفض أو تعليق الرخص والاعتماد. إن كل هذه التطورات في التشريعات انعكست على أداء السوق، فعلى سبيل المثال ارتفعت القيمة السوقية لبورصة عمان من 3,5 مليار دينار عام 1996 الى 7,8 مليار دينار في نهاية عام 2014 اي بنسبة 125,4% وارتفع عدد الشركات المدرجة من 132 الى 161 خلال نفس الفترة (بورصة عمان، اعداد مختلفة).

وهذا التطور المستمر في سوق المال الأردني من النواحي التشريعية والرقابية والتنظيمية والتقنية يعزز من ثقة المستثمرين فيه، ويكون قادراً على جذب الاستثمارات التي تنعكس على الأداء الاقتصادي.

1-2 أهمية الدراسة :

يعتبر الأردن من الدول المستقبلية للحوالات والمرسلة لها في آن واحد، ولأن حوالات العاملين الأردنيين في الخارج تشكل نسبة كبيرة من الناتج المحلي، فإن هذه الدراسة تكتسب أهمية خاصة، حيث تعتبر تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج أهم مصادر التدفقات النقدية الواردة للأردن، إذ لها تعتبر داعماً رئيساً للاستهلاك الخاص والاستثمار على حد سواء.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة نجد أن أغلب الدراسات أشارت إلى وجود ارتباط وثيق بين حوالات العاملين والاستهلاك الخاص أو العائلي، ونظراً لما تحتويه هذه الحوالات من أهمية في الجانب الاستثماري، فإنه لا بد من إبراز دور حوالات العاملين الأردنيين في الخارج في الجانب الاستثماري لاسيما الاستثمار في القطاع المالي، ولعل الاستثمارات المالية من أهم الاستثمارات التي تساهم في عملية التنمية، ومن واجب الدول خلق الفرص الاستثمارية في المؤسسات المالية من خلال بناء جسور من الثقة بين المغتربين الأردنيين ومؤسسات الدولة المالية، بالإضافة إلى الاهتمام بهم أينما وجدوا وحمايتهم، وكذلك التعريف بالكفاءات الأردنية وتسويقها في الخارج، لأن ذلك من شأنه تنمية هذه الحوالات.

على الرغم مما سبق فإن هذه الدراسة تكتسب أهميتها من الندرة النسبية للدراسات في هذا المجال، والخروج بنتائج وتوصيات من شأنها دعم الاقتصاد الوطني وتوجيهه الوجهة الصحيحة.

1-3 مشكلة الدراسة:

على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تحتلها حوالات العاملين الأردنيين في الخارج في دفع العملية التنموية والنمو الاقتصادي الأردني من خلال قيامها بتمويل المشاريع الإنتاجية، إلا أن الرؤيا لم تكن واضحة لأثر

حوالات العاملين على نشاط سوق المال الأردني، تبرز مشكلة الدراسة والمتمثلة بمعرفة مدى تأثير حوالات العاملين الأردنيين في الخارج على اداء سوق المال الأردني ممثلاً بمؤشرات اداء بورصة عمان: حجم التداول الحقيقي واسعار الاسهم ومعدل دوران السهم، اضافة الى اجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة كمؤشر على اداء البنوك.

فرضية الدراسة :

تفترض الدراسة وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية في تأثير حوالات العاملين الأردنيين في الخارج على كل من:

حجم التداول الحقيقي واسعار الاسهم ومعدل دوران السهم في بورصة عمان، واجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة العاملة في الأردن.

1-4 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى مايلي:

- 1 -بيان واقع حوالات العاملين الأردنيين في الخارج ومقدار النمو فيها، وأهميتها ومصدرها.
- 2 - التعريف بسوق المال الأردني وأدواته وآلية عمله والتطورات الحاصلة فيه خلال فترة الدراسة.
- 3 - بيان مدى تأثير سوق المال الأردني بحوالات العاملين الأردنيين في الخارج ، ومعرفة أسباب التأثير ودرجته

1- 5 منهجية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي والأسلوب الإحصائي القياسي: من خلال استعراض الأدبيات ذات العلاقة بالأسواق المالية وحوالات العاملين الأردنيين في الخارج، بالإضافة إلى استخدام التحليلات الزمنية بوصفها إحدى التقنيات الحديثة المستخدمة في تقدير العلاقات القياسية، وإجراء المقارنات كلما أمكن ذلك، من أجل التكامل ما بين الجانب النظري والجانب القياسي التحليلي.

نموذج الدراسة:

بعد اطلاع الباحث على الدراسات السابقة تم استخدام النموذج التالي لقياس أثر كل من المتغيرات المفسرة الممثلة ب (حوالات العاملين الأردنيين في الخارج الحقيقية، تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الحقيقية، سعر الفائدة الحقيقي على القروض والسلف، عرض النقد الحقيقي بمفهومه الواسع) على نمو سوق المال الأردني.

$$GSM = F(RRE, RFDI, INT, RMS2) \quad \text{حيث إن:}$$

GSM: النمو في سوق المال الأردني.

RRE: حوالات العاملين الأردنيين في الخارج الحقيقية.

RFDI: تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الحقيقية.

INT: معدلات سعر الفائدة الحقيقية على القروض والسلف.

RMS2: عرض النقد الحقيقي بمفهومه الواسع.

حيث تم أخذ المؤشرات التالية للتعبير عن النمو في سوق المال الأردني:

1- حجم التداول الحقيقي (RVOT).

2- سيولة السوق المالي ، من خلال:

أ- المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP).

ب- معدل دوران السهم (TOR).

3- اجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة في الأردن (BD).

1-6 هيكل الدراسة:

تتكون الدراسة من ستة فصول:

الفصل الأول ويشمل على الإطار العام للدراسة، والفصل الثاني يحتوي على الإطار النظري والدراسات السابقة (العربية والأجنبية)، أما الفصل الثالث فيتحدث عن حوالات العاملين الأردنيين من حيث واقعها و نموها وأهميتها بالنسبة للتدفقات المالية الأخرى، والفصل الرابع الذي يتضمن سوق المال الأردني وتطوراته وأدواته وأهميته بالنسبة للاقتصاد الأردني، ويحتوي الفصل الخامس على منهجية الدراسة وتحليلها القياسي ، وأخيراً الفصل السادس الذي يستعرض أهم النتائج والتوصيات المستخلصة بناءً على نتائج التقدير في الفصل الخامس.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

سوف يتم في هذا الفصل تناول الإطار النظري والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، والذي يبدأ بالمقدمة التي تعرض النظرة العامة عن تحويلات العاملين في الخارج من حيث المفهوم والاهمية في الاقتصاد بشكل عام، إضافة إلى الملامح الرئيسية لهذه التحويلات وانعكاساتها على الإقتصاد مروراً بالقطاع المالي وأهميته وأدواته وعلاقته مع التحويلات. وكذلك دور السياسات الاقتصادية في تحويلات العاملين في الخارج، وانتهاءً بالدراسات السابقة التي تطرقت إلى موضوع التحويلات والهجرة والأسواق المالية.

2-1 المقدمة:

إن موضوع حوالات العاملين في الخارج هو أمر شائك وذلك لارتباطه بمواضيع متعددة بشكل أو بآخر، ولدراسة الموضوع ينبغي التطرق إلى بعض الأمور ولو بشكل مبسط، ولعل أهم هذه المواضيع التي يجب التطرق لها هو هجرة الأيدي العاملة، ويقصد بالهجرة الحركة والانتقال للأفراد أو الجماعات من مكان إلى آخر نتيجة للضغوطات السياسية والاقتصادية والاجتماعية والطبيعية والفكرية، ونتيجة شعور الأفراد بالرغبة في توفير متطلبات الحياة الضرورية لهم ولعوائلهم. وتعرف هجرة الأيدي العاملة على أنها هجرة الأفراد أو الجماعات من حملة الشهادات العلمية والتقنية وأصحاب الخبرة والمهرة، إبتداءً من أدنى مستويات العمالة التقنية وصولاً إلى العمالة المتخصصة، وتشكل هذه الهجرة خلاً لاجتماعياً وثقافياً وفكرياً ومهنياً في دولة الأصل (الفيل، 1988)

وتعد ظاهرة الهجرة من الظواهر القديمة المألوفة عبر التاريخ الإنساني كله، حيث إنها شكلت الكثير من معالمنا في الوقت الراهن ومشاكله المعاصرة، حيث قام الإنسان في العصور السابقة بالانتقال من الحياة الصعبة الى الحياة السهلة، ومن حيث الرزق القليل إلى الرزق الوافر، إذ هاجر الإنسان من الصحاري القاحلة إلى ضفاف الأنهار وشواطئ البحار، لذلك نجد أن الثقل السكاني موجود في تلك المناطق، وإذا ماتحدثنا عن الوطن العربي نجد أن الثقل التاريخي للسكان موجود في عواصم هذه الأودية : بغداد، القاهرة، دمشق. لكنه ومع تدفق النفط في المناطق الصحراوية من وطننا العربي نجد أن موجات الهجرة قد اختلفت، فقد أصبحت تسير بالشكل المعاكس تماماً لما عرفه التاريخ العربي، حيث بدأت موجات الهجرة بإتجاه أبواب الرزق الجديدة، حيث يتدفق الذهب الأسود (الفيل، 1988).

ولأن ظاهرة الهجرة تاريخية، لذلك فقد حظيت بالكثير من الدراسات والأبحاث، لاسيما هجرة الأيدي العاملة، إلا أنه ورغم كل هذه الدراسات والأبحاث فقد واجهت الدول صعوبة كبيرة وواضحة في تحديد أسبابها الفعلية وضبطها وعلاجها، وكذلك واجهت صعوبة في معرفة الأرقام الحقيقية لهذه الظاهرة، خصوصاً في الدول النامية (السقا، 1998).

تشكل تحويلات العاملين في الخارج أهم التدفقات المالية الخارجية في الكثير من البلدان النامية حيث تفوق قيمتها قيمة كل من المساعدات الإئتمانية والاستثمار الأجنبي المباشر الواردة الى دول الأصل، وتعتبر الدول النامية من الدول التي تعاني من ندرة موارد الصرف الأجنبي، والتي تشكل عائقاً أساسياً أمام برامج هذه الدول التنموية وبناء اقتصاد جيد. لكن نجد أن الاهتمام بتحويلات العاملين في الخارج قليل نسبياً وهو أمر مثير للدهشة لعدة أسباب، فمن ناحية نجد أن العديد من هذه التدفقات تتم على أساس الهجرة المؤقتة والتي بدورها تسعى الى تحسين التدفقات المستقبلية للمهاجرين وعوائلهم في الدولة الأم، وبذلك نحتاج

إلى مدخل أكثر شمولاً وتوسعاً لبيان وفهم إنعكاسات هذه التحويلات على الاقتصاد بشكل عام وعلى السوق المالي بشكل خاص. ومن ناحية أخرى وكما أُلّفنا سابقاً فإن التدفقات تشكل مصدراً للنقد الأجنبي المرتبط ارتباطاً وثيقاً ببرامج الدول النامية التنموية وسياساتها الاقتصادية واستقرارها، لذلك يشكل فهم المحددات الكلية لهذه التدفقات أمراً مهماً في رسم السياسات المناسبة لجذب مثل هذه التحويلات، كما أن فهم المتغيرات التي تؤثر على هذه التدفقات وتحديدها ينعكس إيجاباً على مستويات النشاط الاقتصادي في دولة الأصل.

ففي دراسة أجريت على تحويلات المهاجرين، وجد (swamy(1981 أن التقلبات في مستويات الدخل في كل من دولة الأصل ودولة المهجر، هي العامل الوحيد المفسر للتقلبات في التحويلات عبر الزمن، كما أن الفروق في معدلات الفائدة بين الدولتين ومعدلات الصرف لا تلعب دوراً مهماً في التأثير على هذه التدفقات لذلك نجد أن العديد من الدول التي حاولت أن تجذب تحويلات العاملين في الخارج لم تكن كفوة حسب ماتوصلت إليه نتائج الدراسة المذكورة آنفاً.

بينما نجد أن هناك تناقضاً واضحاً بين دراسة (swamy(1981 ودراسة أخرى أجريت في نفس الفترة تقريباً وهي دراسة (chandavarkuv(1980 والتي خلصت إلى أن هيكل السياسة المرتكز على معدلات الصرف الواقعية، سوف يكون مناسباً لجذب تحويلات مناسبة وجوهرية تدعم بناء إقتصاد جيد.

ومن هنا سوف يتم في هذا الفصل تحليل عدة فرضيات حول محددات تحويلات العاملين في الخارج واختبار الدور الذي تلعبه المتغيرات الكلية في تفسير التذبذبات والتقلبات في تدفقات التحويلات، إضافة إلى الاهتمام بالدراسات السابقة عن تحويلات العاملين في الخارج.

2-1-1 مفهوم تحويلات العاملين (Worker Remittances):

تعرف تحويلات العاملين حسب دليل ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي على أنها تحويلات جارية خاصة تشمل السلع والأصول المالية من مهاجرين و/أو عاملين مقيمين خارج الدولة لمدة سنة أو أكثر الى أشخاص في دولتهم الأصل، عادة أفراد أسرهم. (الطبعة الخامسة، IMF)

وتعرف كذلك على أنها الجزء من دخول العاملين غير المنفق، من أبناء الوطن في الخارج المحول الى مواطنهم الأصلي، وهو يشكل مردوداً للدولة الأم من الاستثمار في رأس المال البشري (المنفعة المباشرة للأيدي العاملة في الخارج) (البنوي وابو الشعر، 1982).

ويعرفها السقا على أنها مدخرات العمال المهاجرين والتي يقوموا بتحويلها من دول المهجر إلى دولة الهجرة سواء كانت نقدية او عينية، وسواء تم التحويل عن طريق القنوات الرسمية أو غير الرسمية .وتتم التحويلات لغرضين أساسيين : تمويل احتياجات الأسرة المختلفة في دولة الهجرة أو الاستثمار في الأصول المالية أو الاستثمارية المختلفة في دولة الهجرة (السقا، 1998).

وتعرف كذلك على أنها الجزء غير المنفق من ما يتقاضاه العامل في دولة المهجر والمحول إلى ذويه في الدولة الأم (عبد الفضيل، 1981).

إن آلية احتساب تحويلات المهاجرين شكلت عائقاً أمام الدراسات والأبحاث، إلا أنه يوجد اتفاق عام من قبل مؤسسات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي المعنية برصد وجمع بيانات تحويلات المهاجرين على أن التحويلات تتكون من تحويلات العاملين وتعويضات العاملين وتحويلات المهاجرين (البنك الدولي، 2006). وتندرج تحويلات العاملين تحت بند حساب الدخل، بينما تحويلات العاملين هي مكون من التحويلات الجارية

وكلاهما يندرج تحت الحساب الجاري، بينما يدرج بند تحويلات المهاجرين تحت التحويلات الرأسمالية والتي هي جزء من الحساب الرأسمالي، ويتم الاعتماد في تجميع البيانات والإحصاءات على البنك المركزي ومكاتب الإحصاء الرسمية في الدولة المعنية بالدراسة (Reinke and Patterson, 2005).

ويعتبر البنك المركزي الأردني أهم مصدر لإحصاءات تحويلات العاملين الأردني، لكنها غير مفصلة وغير واضحة بالشكل الكافي، وهي عبارة عن بيانات سنوية تشمل تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج التي يمكن حصرها عن طريق الحوالات البريدية والمصرفية وتحويلات التأمينات الاجتماعية والحوالات المصرفية.

على الرغم من أن التحويلات تكشف جانباً من توجهات العاملين في الخارج في الإدخار، إلا أن عدم التحويل لا يعني بالضرورة أن المهاجرين ينفقون جميع دخولهم، فمنهم من يميل إلى الادخار في بلدان المهجر لما يوفر ذلك لهم عوائد أفضل، لكنها في النهاية قد تعود إلى بلدانهم الأصلية على شكل سلع أو بضائع أو نقود، عندما يقرر العامل العودة للاستقرار في بلده وموطنه.

إن ما يميز تحويلات العاملين عن باقي التدفقات المالية في الدول النامية استقرارها النسبي واتجاهاتها التي تعاكس دورة الأعمال في اقتصاد الدولة المستقبلية للحالة، أي أن هذه التحويلات قد ترتفع عند حدوث تراجع في النشاط الاقتصادي نتيجة لحدوث أزمات مالية أو كوارث طبيعية أو نزاعات طائفية في الدولة المستقبلية للتحويلات.

2-1-2 أنواع تحويلات العاملين في الخارج:

تقسم تحويلات العاملين في الخارج الى:

أ- التحويلات النقدية:

تعرف التحويلات النقدية على أنها تحويل مبالغ ضخمة من النقد الاجنبي من قبل المهاجرين أو العاملين خارج الدولة إلى دولهم الأصل ويشمل هذا النوع من التحويلات على ما يأتي: (الفرجاني،1988)

1- المبالغ النقدية المحولة مباشرة عن طريق المصارف الرسمية، وتتم عملية التحويل عن طريق تحويل هذه العملات الى عملة البلد المتلقي للتحويلات ، وبذلك فإنه من الممكن حصر هذه التحويلات بدقة لوجود إحصائيات منتظمة من قبل مجمع النقد الأجنبي في البنوك المعتمدة إذا ماتم التحويل عن طريق البنوك، أما في حالة تم التحويل عن طريق القنوات المصرفية فإنها تتم بالنقد الأجنبي مباشرة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أهمية هذا النقد وسبل التصرف به من قبل متلقيه، إذ تشير الدراسات التي أجريت على أن معظم هذه التحويلات تذهب لمواجهة الالتزامات الشخصية والعائلية، او لشراء سلع وأصول مالية محلية بالعملة الأجنبية، ويشكل هذا جزءاً من فحوى رسالتنا في كيفية إدارة ومتابعة هذه التحويلات وطرق التصرف بها وتوجيهها الوجهة الصحيحة لتعود بالأثر الإيجابي على الاقتصاد الكلي والدفع بعملية التنمية.

2- المبالغ النقدية القادمة بصحبة العاملين في الخارج أو المهاجرين عند دخولهم البلاد سواء كانت معلنه في تصريحات جمركية أو لم يعلن عنها، حيث تشكل هذه المبالغ نسبة ليست بالسهلة من مدخرات العاملين في الخارج، حيث يفضل الكثير منهم عدم تحويل مبالغهم النقدية عن طريق المصارف الرسمية لأسباب

كثيرة، قد يكون أهم هذه الأسباب هو رغبة المهاجر في عدم الكشف عن ما يملك لذويه وكذلك رغبة منه في الاحتفاظ بما يملك، لكن الأهم من هذا كله أن هذه المبالغ تذهب في النهاية الى الإيداع في البنوك سواء بالعملة الاجنبية أو بالعملة المحلية أو بقاءه محتفظاً بها، لكن الجزء الأكبر منها يستخدم لغايات الاستهلاك والادخار والاستثمار الخاص.

ب- التحويلات العينية:

تعرف التحويلات العينية على أنها كل ما يدخل البلد من سلع يصطحبها القادمون من الخارج معهم عند دخولهم البلاد أو عن طريق الشحن أو البريد، وتتنوع أشكال هذه التحويلات، فتشمل الهدايا والأدوات المنزلية والكهربائيات والألبسة والمجوهرات وغيرها. وتصنف على أنها تحويلات رسمية إذا ماتم إعلانها جمركياً، وهناك تقديرات تشير الى أن قيمة هذه التحويلات تشكل مانسبته 40% تقريباً من التحويلات النقدية (De Hass, 2007).

كما أنه يمكن تصنيف تحويلات العاملين من حيث:

1- الإلزامية أو الطوعية.

2- تحويلات رسمية أو غير رسمية.

3- تحويلات نقدية أو عينية (Glytsos,2002).

2-1-3 العوامل المؤثرة في تحويلات العاملين في الخارج:

إن الزيادة الكبيرة في حوالات العاملين خلال العقدين الماضيين يعتبر محفزاً للإهتمام في فهم طبيعة تحويلات العاملين والآثار الاقتصادية لهذه التدفقات، مما دفع صانعي القرار والمؤسسات الدولية حول العالم إلى الإهتمام بشكل أكبر في هذه التدفقات وإيجاد طريقة لدفع التحويلات نحو الاستثمارات الإنتاجية ، والتقليل من المخاوف بشأن غسل الأموال ودعم الإرهاب. إلا أن الدول المتقدمة تابعت الأموال المرسلة من خلال مختلف القنوات، وفي الحقيقة فإن متخذي القرار والحكومية المعنية في الدول المضيفة شجعت زيادة الإشراف على مستلمات الدول من التحويلات (Ruiz and Silva, 2014).

هذا وقد تحدث كل من Isabel Ruiz و Carlos Vargas – Silva عن نوعين من المحددات المؤثرة على التحويلات وأكد الباحثان على أن النوع الأول يأخذ جانب الجزئية في التأثير وإن معظم الدراسات في هذا النوع استخدمت بيانات الهجرة و/ أو ماتستهلكه العائلة من التحويلات. وهذا النوع من الدراسات عادة يهتم بالعلاقة بين التحويلات والعوامل المحددة للأفراد مثل الدخل والعمر والزمن و حالة العامل وموقع العائلة... الخ. أما النوع الثاني فإنه يأخذ طابع البيانات الكلية في الدراسات ومن الملاحظ أنها تهتم بمستويات البيانات الكلية في دراسة محددات التحويلات مثل اختلاف أسعار الفائدة والاستقرار السياسي ومعدلات الصرف والشروط الاقتصادية المؤثرة على الاقتصاد.

محددات التحويلات الجزئية:

إن تأثير تحويلات العاملين مختلف وبشكل كبير من دولة إلى أخرى حول العالم، ويعزى ذلك الى الاختلاف في الثقافة ولماط الهجرة ومراحل التنمية الاقتصادية في كل بلد. مما يعكس آثاراً ومحددات جزئية

للتحويلات، ومن هنا نلاحظ الجدل الكبير حول دوافع المهاجرين للتحويل، ويعتبر الإيثار أهم الدوافع ، والذي يعرف على أنه إبداء الأولوية في التحويل من أجل مصلحة العائلة، وتحسين مستوى معيشتهم. وإذا كان الإيثار هو دافع التحويل فإن المتغيرات المرتبطة بالعائلة تمثل دالة المنفعة للعامل. وهذا يعني أن أي تأثير على متغيرات العائلة سيؤثر على تحويلات العامل في الخارج، على سبيل المثال، انخفاض دخل أفراد العائلة في دولة الأصل سيدفع العامل لزيادة تحويلاته لهم.

والدافع الآخر للمهاجرين للتحويل هو تحقيق المنفعة الذاتية، ويعتبر الاستثمار في دولة الأصل أحد العوامل المرتبطة بتحقيق الذات، لأنه ربما تكون دولة المهجر لا تحتوي على استثمارات جيدة تحقق للعامل فرص الاستثمار المناسب له من أكثر من ناحية لذلك يقرر الاستثمار في دولة الاصل. ومن هنا إذا كان تحقيق الذات هي الدافع وراء التحويل، فإن التغير في توقعات العائد على الاستثمارات في دولة الأصل أو المهجر سوف تغير في قيمة ثروته أو الميراث وفي العوامل المؤثرة على مستوى التحويلات (Ruiz and Silva, 2014).

إلا أن هناك دراسات أثارت الجدل حول دوافع أخرى للتحويل مثل التأمين، وتحدثت هذه الدراسات عن الخطر الذي يكتنف العامل أثناء ترحاله من منطقة إلى أخرى، وعن آلية درء هذه المخاطر أو التقليل منها عن طريق التأمين على حياتهم وممتلكاتهم.

إن التحويلات سلوك قائم على التأثير بما يلي:

- 1- عوامل الهجرة مثل مستوى الدخل.
- 2- خصائص عائلة المهاجر حيث إنها تحدد تكرار وكمية التحويلات المرسلة.
- 3- عدد المهاجرين من الأسرة. (Funkhouser, 1995).

2-1-4 طرق تدفق تحويلات العاملين في الخارج:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت الية تدفق تحويلات العاملين ، وتتفق معظم الدراسات على أن التحويلات تتم بطريقة رسمية أو غير رسمية، والمقصود بالطرق الرسمية انتقال التحويلات عن طريق البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية ومكاتب البريد ومكاتب التحويل. أما الطرق غير الرسمية فتعني كل انتقال للأموال بشكل غير رسمي ولا يتم تسجيله في الحسابات القومية. وقد ذهبت الدراسات التي قام بها البنك الدولي في عام 2006 في تقدير التحويلات غير الرسمية الى أنها تشكل أكثر من 50% من إجمالي التحويلات الرسمية.

تقدر الدراسات إن أكثر من نصف التحويلات من فرنسا إلى مالي والسنغال تتم بطرق غير رسمية وإن 85% من التحويلات إلى السودان تتم ايضاً بطرق غير رسمية، وقد ذهبت دراسات إلى أن التحويلات التي تتم بالطرق غير رسمية تصل الى ستة أضعاف حجم التحويلات الرسمية المرسلة الى نيبال، وإن ثلاثة أرباع التحويلات المرسلة الى الهند والصين تتم ايضاً بطرق غير رسمية (البنك الدولي، 2005).

هذا وتقدر مؤسسة بيزارد (Bezard)¹ إن الأموال المحولة بالطرق غير الرسمية في آسيا والشرق الأوسط تزيد عن تلك المحولة بالطرق الرسمية بمرتين ونصف المرة. ومن أسباب التوجه إلى القنوات غير الرسمية مايلي:

1- علاقة الألفة بين المهاجر والطرق غير الرسمية، حيث تعتبر هذه الطرق مألوفة وحائزة على ثقة أكبر من القنوات الرسمية بالرغم من وجود الخطر.

¹ مؤسسة مالية

2- عدم وجود إثبات شخصية أو وثائق تثبت محل الإقامة.

3- الخوف من مواجهة مسائل السلامة والجمارك.

تختلف القنوات غير الرسمية لتحويلات العاملين في الخارج بشكل كبير من حيث الهيكل والتعقيد، حيث تعتبر أنظمة نقل التحويلات يدوياً هي الطريقة الغالبة والمنتشرة، حيث يقوم بها المهاجرون أنفسهم أو عن طريق الأهل والأصدقاء، خصوصاً في حالات الهجرة الموسمية أو الدورية، حيث يتكرر عودة العامل إلى موطنه كثيراً، وأحياناً يرسلونها عن طريق سائقي الحافلات وسيارات الأجرة.

أما نقل الاموال ظاهرياً فتعتبر من الطرق الأخرى غير الرسمية، ويشيع استخدامها في غرب أفريقيا وفرنسا، حيث يستخدم النظام الثنائي الأساسي، ويتم هذا على أن يقوم شخصان (واحد في البلد الأم والآخر في الخارج) بتجميع الأموال وتوزيعها في المجتمعات المعنية، وتتم التسوية من وقت إلى آخر عبر الحسابات المصرفية للأفراد المعنيين (ايسرون، 2005).

إن تكلفة القطاع الرسمي من المحتمل أنه يؤثر على التحويلات، ففي تقرير قدمه البنك الدولي تضمن أن بعض المهاجرين يرسلون تحويلاتهم من خلال الطرق غير الرسمية عندما تكون تكلفة القطاع الرسمي عالية جداً، وإن اختيار الطرق غير الرسمية أو الرسمية هو قرار سياسي مهم، فالتحويلات تتأثر بضوابط مكافحة غسيل الأموال أو مكافحة الإرهاب، ففي حالة زيادة الضوابط فإن تكلفة التحويل تزداد، مما يدفع التحويلات نحو الطرق غير الرسمية.

ويعد اختلاف تكلفة انتقال الأموال وتذبذبات سعر الصرف بين الدول المضيفة والدول المستقبلة للتحويلات المحدد الرئيس لقنوات التحويل، ووفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي فقد بلغ متوسط تكلفة انتقال

الأموال عبر القنوات الرسمية نحو 13% من إجمالي التحويلات الرسمية، في حين أن التكلفة عبر القنوات غير الرسمية تتراوح بين 2-5% (Ramirez, et al, 2005).

إن حوالات العاملين بين البلدان النامية نمت خلال العقود الثلاث الماضية، فعلى سبيل المثال بلغت حوالات العاملين في عام 1980 حوالي 47 مليار دولار وفي عام 1990 بلغت حوالي 102 مليار دولار وفي عام 2010 بلغت حوالي 321 مليار وفي عام 2012 بلغت حوالي 529 مليار دولار وفي عام 2013 بلغت حوالي 550 مليار دولار. إن الأرقام السابقة تعكس أرقاماً مهمة تستدعي الرصد والمتابعة لما لها من أهمية خصوصاً على الدول النامية، ففي عام 2011 بلغت التحويلات إلى الدول النامية حوالي 372 مليار دولار وفي عام 2014 بلغت حوالي 436 مليار دولار.

تعتبر التحويلات مهمة على الصعيدين: العام، والخاص على حد سواء، بالنسبة للقطاع الخاص تعتبر التحويلات مكملة لدخل الأسرة، حيث تحفز الاستهلاك والطلب على الاستثمارات والإنتاج، وتعتبر مصدر البذرة الرأسمالية في بناء الثروة والابتعاد عن القروض من البنوك وما يترتب عليها من فوائد، وتكون التحويلات فاعلة إذا جاءت بكميات كبيرة مرة واحدة أو ما يعرف ب (Lump sum). أما بالنسبة للقطاع العام فإنها تسخر الهجرة العالمية وتنمي الاقتصاد.

وبالعودة في الحديث عن الحجم الحقيقي لتحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، فإننا نجد أن الأمر مرتبط ارتباطاً وثيقاً بألية تدفق التحويلات، إذ إن التحويلات التي تتم بالطرق الرسمية لا تعكس إلا الجزء البسيط من مجموع التحويلات الواردة، وإن الجزء الأكبر يتم بطرق وقنوات غير رسمية، وإن ما يعكسه ميزان المدفوعات لا يشمل جميع الأموال التي تدخل إلى البلاد، فهناك أموال طائلة تدخل عند زيارة العاملين إلى

ذويهم، إضافة إلى أنه لا توجد قيود على العملات الأجنبية الداخلة إلى الأردن، ولا تدخل ضمن ميزان المدفوعات الأردني (زغلول، 1984).

إضافة على ذلك فإن تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج والتي تتم بالطرق الرسمية، أي أنها قادمة عن طريق الجهاز المصرفي الأردني والمصارف الأردنية فقط، تدخل ضمن الميزان التجاري الأردني ويقوم العاملون على إعدادها بجمع أرقام التحويلات عن طريق البنوك والصرافيين، وكذلك من خلال تقارير دائرة مراقبة العملة الأجنبية في البنك المركزي. والواقع أن هذه الآلية أثارت جملة من التساؤلات حول صحة البنود الواردة فيها، إذ إن تقارير دائرة المراقبة هي تقارير شهرية تتضمن كشوفات بأرقام العملات الأجنبية الداخلة، والتي يتم الحصول عليها من البنوك والصرافيين، و تعمل البنوك على تزويد البنك المركزي بالبيانات المتعلقة بالتحويلات، لكنه وفي كثير من الأحيان تصنف هذه البيانات خطأً ضمن بنود أخرى، وكذلك تصنف أشياء أخرى خطأً ضمن التحويلات، علاوة على ذلك فإن بعض المغتربين يقومون بتحويل جزءاً من مدخراتهم لذويهم في حالة إنفاقهم على التعليم والمعالجة في الخارج، وتتم هذه التحويلات في الغالب مباشرة من قبل العامل في البلد الذي يعمل به إلى البلد المعني مباشرة (البنوي وابو الشعر، 1982).

2-1-5 أوجه استخدامات التحويلات:

هناك العديد من النظريات التي حاولت توضيح أوجه استخدامات التحويلات، وبكل تأكيد فإن للتحويلات استخدامات كثيرة، لأنها تعكس كميات كبيرة من النقد والسلع والخدمات، فمن الطبيعي أن يكون لها الكم الهائل من الاستخدام، لكن المهم هو توجيه هذه الاستخدامات فيما ينعكس على الفرد والدولة بالأثر الإيجابي والمستدام.

إن الحديث عن أنماط استخدام التحويلات مرتبط ارتباطاً وثيقاً في محددات تدفقاتها والذي أسلفنا ذكره، والذي يركز أساساً على الدوافع الذاتية للتحويل لدى الأفراد، ويهمل الاعتبارات الاقتصادية الكلية بصورة عامة والتي تعتبر مؤثراً أساسياً على تدفق النقد الأجنبي إلى دولهم الأصل. ففي دراسة لـ Lucas and Stark (1985)، تناول الباحثان ثلاثة تفسيرات لتدفقات تحويلات العاملين في الخارج إلى أسرهم، وتمثلت هذه التفسيرات بما يلي:

أولاً: يقوم العامل بالتحويل لأغراض توفير احتياجات أفراد أسرته بشكل عام، وفي هذه الحالة فإن منفعة أفراد الأسرة في دولة الأصل تكمن في رفاهية العامل وتحدددها، وتتحدد منفعة الأسرة بمتوسط استهلاكها في دولة الأصل.

ثانياً: يقوم العامل بالتحويل لدوافع ذاتية، وتتشكل هذه الدوافع من رغبة العامل في الاستثمار وتوفير الميراث للأبناء وتحقيق المكانة الاجتماعية والنفوذ السياسي عند عودته إلى وطنه.

ثالثاً: إن تحويلات العاملين تمثل عقداً، أو نوعاً من الترتيب المتبادل بين العامل وأسرته في دولة الأصل.

وقد أعطى الباحثان سببين لذلك وهما،

1- تمويل عملية الاستثمار في رأس المال البشري لأفراد الأسرة، وبالتالي فإن احتمال الهجرة والعمل في الخارج يرتفع بين أفراد الأسرة الأكثر تعليماً، أي أن التحويلات تشكل عائداً على استثمارات الأسرة.

2- يعد العمل في الخارج نوعاً من أنواع توزيع المخاطر التي تواجهها الأسرة، وتوفر مصدر آخر للدخل لها، أي أنها شكل من أشكال التأمين.

بشكل عام إن النمط السائد لاستخدامات التحويلات يتجه نحو الحاجات الأساسية المؤجلة بشكل أساسي، أو إلى مجالات الاستثمار التقليدي أحياناً، ومن أوجه الحاجات الأساسية المؤجلة: السكن والسلع المعمرة، أما على صعيد الاستثمارات التقليدية فإنها تكمن غالباً في شراء العقارات والأراضي وبعض الخدمات الشخصية وخدمات الأعمال.

أما على الصعيد المحلي فتشير الدراسات إلى أن 20% من التحويلات تذهب إلى الاستهلاك اليومي، و12% منها تذهب إلى الالتزامات الاجتماعية والزواج و يشكل الإدخار مانسبته 16%، أما نصيب الاستثمار من التحويلات يشكل 12% فقط، أي أن معظم التحويلات تذهب إلى جوانب غير استثمارية (zaqua,2004).

2-1-6 دور السياسات الإقتصادية:

تعتبر السياسات الاقتصادية من أهم المؤثرات على تدفقات التحويلات إلى دولة الأصل، حيث تشكل الإعفاءات الضريبية والمعاملات التفضيلية من أنجع الطرق وأكثرها شيوعاً لأغلب الدول المستقبلية للتحويلات، حيث تؤدي الإعفاءات والحوافز إلى زيادة التحويلات بشقيها النقدي والعيني. إلا أن هذه السياسات لها جانب من الخطورة فإنها في المقابل تعمل على تشجيع التهرب الضريبي والذي بدوره يعمل على توجيه الأموال القادمة عن طريق التحويلات إلى استخدامات تنسم بعدم الكفاءة في الإنتاج.

لكن هذا لا يقلل من دور السياسات الاقتصادية الداعمة لتعظيم الاستفادة من الاستثمارات المتاحة في الدول المستقبلية للتحويلات حيث تعمل هذه الدول على توحيد أسعار الصرف وتحريرها، وجعل الخدمات المصرفية أكثر تحراً، وتدعم إنشاء فروع للبنوك في الدول التي تستضيف أعداداً كبيرة من عمالة الدولة

المعنية، وكل هذه الأمور تعمل على خفض كلفة الأموال وتسريع عملية التحويل، ورسمنة قنوات التحويل للأموال، وتعزز من قدرة العامل في الخارج على إدارة مدخراته بنفسه مما يتيح له فرصة أكبر لاغتنام الاستثمارات المناسبة، إضافة إلى تعزيز القدرة على الاقتراض من البنوك، مما يوسع دائرة الاستثمار ويعظم الآثار الإيجابية للتحويلات (التقرير الاقتصادي الموحد لعام 2006).

2-2 الأسواق المالية:

إن إزدهار أي دولة يعتمد على كفاءة نظامها المالي في تسخير الادخارات وحققها في استثمارات تعيد بالنفع على اقتصادها، وبعد قطاع البنوك من القطاعات المهمة في تنمية القطاع الاجتماعي من خلال خلق الوظائف والنمو الاقتصادي وخفض الفقر ورفع مستوى التعليم (Githaiga and Kabriu,2014).

ويقول Miller(1998) عن دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي " إن مساهمة الأسواق المالية في النمو الاقتصادي هو اقتراح واضح جداً في مناقشة جادة".

يعمل القطاع المالي على نقل الموارد من المدخرين إلى المستثمرين وعلى تعزيز ثقة المستثمرين من خلال توفير المعلومات وإدارة المخاطر والشفافية والحوكمة وتحسين سيولة الأصول المالية وتسهيل تسعير الأوراق المالية (Mundaca,2009).

ونظراً لأهمية القطاع المالي فإن العديد من الدراسات حاولت كشف محددات هذا القطاع وبالأخص قطاع البنوك، فجودة المؤسسات المالية في حماية الدائنين وإنفاذ العقود هي صلب تنمية القطاع الخاص، إضافة إلى البيئة السياسية الملائمة، وكذلك الملكية العامة أيضاً لها تأثير في قطاع المال من خلال مؤسسات الحكومة ودورها في تمويل المؤسسات المالية.

2-2-1 مفهوم الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية على أنها الآلية التي من خلالها يلتقي ذوو الفائض المالي (المقرضين) مع ذوو العجز المالي (المقترضين) (Weston, 1996).

كما تعرف على أنها المكان الذي ينساب فيه المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع تعاملًا بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، مما يساعد في تنمية المدخرات وتعبئتها وتهيئتها للاستثمار، والذي بدوره يدعم احتياجات الاقتصاد (حسين، 2008). وتعتبر الأسواق المالية جزءاً من القطاع المالي الذي يتكون من المؤسسات المالية ورجال الأعمال والحكومات إضافة إلى الأسواق المالية.

2-2-2 أقسام الأسواق المالية:

تقسم الاسواق المالية الى عدة أنواع تبعاً لمعايير محددة، وفيما يلي أهم المعايير وأقسام السوق حسب هذه المعايير:

1- أجل الأدوات المالية (maturity):

تقسم الأسواق المالية حسب أجل استحقاق أدواتها المالية إلى (Gitman, 2006):

- سوق النقد (money market): يعرف على أنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل (short-term) والتي لاتزيد فترة استحقاقها عن سنة (سنة واحدة فأقل).
- سوق رأس المال (capital market): يتم في هذا السوق تداول الأدوات المالية طويلة الأجل (long-term) والتي يزيد فترة استحقاقها عن سنة (سنة فأكثر).

2- التسليم:

يقصد بالتسليم اعتماد الزمن لتمييز الأسواق المالية، وتقسم الأسواق حسب التسليم إلى (معروف، 2003):

- أسواق حالية (spot market): يتم في هذا السوق اعتماد الصورة الفورية للعرض والتبادل للأدوات المالية بين البائعين والمشتريين.
- أسواق مستقبلية (أجلة) (future market): يتم في هذا السوق عقد صفقات البيع والشراء للأدوات المالية، ثم يتم تنفيذها في موعد آجل في المستقبل.

3- طبيعة العمل:

تقسم الأسواق المالية حسب طبيعة العمل إلى (مجيد، 2005):

- السوق الأولي (سوق الإصدار) (primary market): يتم في هذا السوق التعامل بالأدوات المالية المصدرة لأول مرة، ومن ميزات هذا السوق أنه:
 - سوق مختص: أي أنه يختص بتأسيس الشركات الجديدة.
 - يتم فيه طرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.
 - يعتبر حلقة الوصل بين المستثمر والجهة المصدرة للأوراق المالية.
- السوق الثانوي (سوق التداول) (secondary market): يعرف السوق الثانوي على أنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة سابقاً والتي طرحت للاكتتاب في السوق الأولي.

4- درجة التنظيم:

تقسم الاسواق المالية حسب درجة التنظيم إلى (معروف،2003):

- سوق منظمة (بورصة الأوراق المالية):

من الخصائص التي تتمتع بها هذه السوق مايلي:

- وجود مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.
- خضوعها لإجراءات محددة للتداول.
- وجود نظام يحكم عملية التسجيل للأوراق المالية، إضافة إلى دفع الرسوم.
- توفر شاشات للتداول.
- وجود وسطاء ماليين.
- الشركات المدرجة في السوق هي فقط التي يتم تداول اسهمها.

- السوق غير المنظمة: هنالك شركات لم تستوف شروط الإدراج، وهذه الشركات لايمكنها التداول في

السوق المنتظمة، لذلك يتم تداولها في خارج أوقات العمل الرسمي للبورصة، ويتم تحديد سعر الاوراق المالية اعتماداً على التفاوض.

وبناء على ما سبق فإنه يمكن تصنيف سوق عمان المالي على أنه سوق رأس مال، ثانوي، منظم، إضافة

إلى أنه يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل فيه مما يجعله سوق نقد (القصراوي،2008).

2-2-3 الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية:

تصنف الأدوات المالية بعدة طرق، فمن الممكن تصنيفها اعتماداً على ماهيتها أو على تاريخ لمتحقاقها، لكنه غالباً ما تصنف الأدوات المالية اعتماداً على أساس سوق المال. وإذا ما أخذت الماهية بالاعتبار فإنه يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية تمثل ملكية كالأسهم، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات. أما من حيث تاريخ الإستحقاق فإنها تصنف إلى أدوات مالية قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل (القصراوي، 2008).

تقسم الأدوات المالية حسب السوق الذي يتم تداولها فيه إلى :

أ- الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد: تتميز الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق بما يأتي (Ross, 2000):

- طبيعة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق هي قصيرة الأجل.
- سهولة تحويل الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق إلى نقود.
- تعتبر الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق ذات مخاطرة أقل من تلك المتداولة في سوق رأس المال.
- تتمتع الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد بقابليتها للخصم، لأنها تباع بسعر أقل من القيمة الاسمية لها، باستثناء الودائع المصرفية.

فيما يلي أشهر الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد وخصائصها:

1- أذونات الخزينة (treasury bills):

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة، وتتميز بعائد ثابت بتاريخ محدد، وتصدر بتواريخ إصدار مختلفة، ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة. إضافة الى أنها تباع بخصم ولا يتم دفع فائدة للمستثمر، وتعتبر من الاستثمارات خالية المخاطر.

2- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك التجارية، وفيه يتم إثبات أن حامل هذا الإيصال قد أودع مبلغاً معين لمدة محدودة وبفائدة معلومة، ويكون لحاملة حرية التصرف به، فإما أن يحتفظ به لتاريخ استحقاقه أو أن يبيعه في السوق الثانوية. ومن مميزات هذا الإيصال أنه:

- يحمل فائدة محددة لتاريخ الاستحقاق.
- لا يباع بخصم.

3- الأوراق التجارية:

هي عبارة عن وعد غير مؤكد بالدفع. يصدر من قبل الشركات التي لها وضعية مالية جيدة، ويتراوح استحقاقها من أيام معدودة إلى تسعة أشهر، وعادة تباع بخصم.

ب- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

يتسم سوق رأس المال بمجموعة من الخصائص، من أهمها المخاطرة وكذلك التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه الشركات المختلفة. وتعتبر الأسهم والسندات أهم الأدوات المالية المتداولة فيه، وتعرف الأسهم على

أنها صكوك تمثل حصص ملكية في رأس المال لشركة مساهمة أو شركة اموال (الصيرفي، 2007). وتقسم الأسهم إلى نوعين هما:

- الأسهم الممتازة (preferred stock).

- الأسهم العادية (common stock).

وتتميز الأسهم العادية عن الأسهم الممتازة بأنها تمثل حصة ملكية في الشركة بحيث يحق لمالكها الانتخاب والتصويت والحصول على الأرباح بقدر مساهمته في الشركة.

أما السندات (bonds) فهي عبارة عن صك يمثل ديناً على الهيئة المصدرة له، ويعتبر صاحبه دائماً لها (الصيرفي، 2007). ومن خصائص السند:

- يحصل صاحبه على معدل ثابت من قيمة السند، تمثل الفائدة عليه.

- ليس لصاحبه أي أحقية في المشاركة بعملية التصويت أو الأرباح.

2-2-4 كفاءة الاسواق المالية

تعتبر كفاءة السوق المالي عاملاً مهماً في اتخاذ القرارات لدى المستثمر، حيث يعتبر توفير المعلومات الكافية عن السوق احد اهم العناصر المحددة للكفاءة، اذ انها تساعد المستثمر على اتخاذ القرار السليم وتقلل من عدم تأكده لعملياته الاستثمارية وتحقق التوازن ما بين العائد والمخاطرة، مما يؤدي الى زيادة عدد المستثمرين وحجم التعامل في السوق، لذلك يستوجب على الاسواق ان تعكس كافة المعلومات بدقة وسرية من خلال اسعار اسهمها، وتعرف كفاءة السوق على انها مدى توافر المعلومات المناسبة للمستثمر بأقل التكاليف واعلى سرعة، والى اي مدى يمكن ان تمثل الاوراق المالية حقيقة الشركات وواقعها من خلال

اسعارها، وبذلك تعكس قوة وضعف هذه الاوراق، وتجذب جني ارباح غير عادية من قبل المستثمرين، وان

هذه الاسعار تمثل قيما حقيقية للورقة المالية (سويلم، 1992)

تصنف الكفاءة للاسواق المالية الى: (Haugen,2001)

1. الصيغة الضعيفة:

في هذه الصيغة تعكس اسعار الاسهم معلومات تاريخية متعلقة بتاريخ السهم في الماضي، وتصنف على انها ضعيفة لاحتوائها على معلومات تاريخية فقط، وتتمتع بحركة عشوائية.

2. اللصيغة شبه القوية:

في هذه الصيغة تعكس اسعار الاسهم المعلومات التاريخية والحالية من اسعار الاسهم اضافة الى التنبؤات المستقبلية عن حالة الاقتصاد المحلي والعالمى وقطاع الشركة والمعلومات عنها وموقعها المالى وتوزيعات ارباحها واعلاناتها المستقبلية.

3. الصيغة القوية:

في هذه الصيغة تعكس اسعار الاسهم كل مايتعلق بالشركة من معلومات متاحة، اضافة الى معلومات خاصة لفئة معينة عن الشركة فيما يتعلق بالادارة مثلاً، وبالتالي اي محاولة لتلك الفئة من الاستفادة من هذه المعلومات في عمليات البيع او الشراء فإنه ينعكس مباشرة على اسعار الاسهم وبالتالي لايمكن تحقيق ارباحا غير عادية في هذه الصيغة.

وبذلك تكون هذه الصيغة قد عكست مفهوم كفاءة السوق المالى بمفهومه الواسع.

2-2-5 القطاع المالي والنمو الاقتصادي:

تشير الدراسات إلى أن المتغيرات المالية جزءاً لا يتجزئ من منظومة النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، وأن لها تأثيرات مهمة فيها، وقد ركزت معظم الدراسات السابقة على مؤشرات القطاع المصرفي كمؤشر لقياس التطور المالي، ومن بين تلك المؤشرات نسب السيولة ومعدل الإئتمان الداخلي، لكن تحديد العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتطور التنمية المالية شكلت قضية جدل واسعة في الدراسات المختلفة، وقد تعددت اتجاهات هذه العلاقة في هذه الدراسات، وبناءً عليه يمكننا تقسيم هذه الاتجاهات إلى:

أولاً: التطور المالي سبباً في النمو الاقتصادي:

إن التطور في النظام المالي وتنميته وقيامه بوظائفه سيعمل على إعادة توزيع الموارد بين القطاعات المختلفة، إذ إنه سيعيد توزيع تلك الموارد من القطاعات عديمة الجدوى إلى القطاعات المنتجة، مما سيحدث نقلة نوعية في مجال التكنولوجيا (Choong et al, 2005).

ثانياً: النمو الاقتصادي سبباً في التنمية الاقتصادية:

يقول روبنسون (Robinson) إن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تبدأ من النمو الاقتصادي، إذ إن الزيادة في معدلات النمو الاقتصادي تعمل على تحفيز الطلب على الأدوات المالية، والتي هي جزءاً من القطاع المالي، وبالتالي سيستجيب القطاع المالي لهذه الزيادة.

ثالثاً: إن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي علاقة متبادلة:

إن علاقة الأثر والتأثر بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية تسير في كلا الاتجاهين، حيث إن وجود نظام مالي فعال يعمل على خلق الفرص وإدارة السيولة ومراقبة أعماله ويقوم مشروعاته بشكل جيد سيؤدي الى تحسن في كفاءة رأس المال ويزيد من القدرة الإنتاجية للقطاعات الحقيقية، وفي ذات الوقت تزداد الكفاءة المالية مع الزيادة في النمو الاقتصادي، وهذا ما عرف بـ "الفرضية الإنمائية" حيث تعتبر الزيادة في العرض الحقيقي محدداً أساسياً للنمو الاقتصادي الحقيقي في مراحله الأولى، بينما في مرحلة المتأخرة نجد أن التطور المالي لاحقاً للنمو الاقتصادي (Greenwood and Smith,1997).

رابعاً: لاتوجد علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

يقول روبرت لوكاس (Robert lucus,1988) إن كلا من النمو الاقتصادي والتطور المالي ظاهرة مستقلة عن الأخرى استقلالاً تاماً ، وبالتالي لا يؤثر أحد منهما في الآخر .

تعتبر الاسواق المالية القناة التي من خلالها يتم تدفق الاموال من الوحدات التي تتمتع بفائض مالي الى الوحدات التي تعاني من العجز المالي، اي انها تمثل وسطاً بين عرض الاموال وطلبها ، وذلك لتحقيق التوازن المالي في الاقتصاد، ويتم نقل هذه الاموال عن طريق الاوراق المالية المعتمدة، مما يحقق الكفاءة والتوازن في ادارة الاموال (الزبيدي، 2001).

تشكل الاسواق المالية المصدر الرئيس لتحويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل، وبذلك توفر التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية، خصوصا تلك المشاريع حديثة الانشاء والتي بحاجة الى عمليات تمويل، وذلك لامتياز عملية التحويل من هذه الاسواق بتكلفتها القليلة وتجنبها للكثير من الآثار التضخمية مقارنة مع التحويلات عن طريق البنوك والمؤسسات المالية الاخرى، وعلاوة على ذلك فإن للاسواق المالية

دور كبير في خلق السيولة عن طريق تحويل الاستثمارات طويلة الأجل الى نقود بسهولة ويسر وبأقل التكاليف، وبذلك تجنبها المخاطرة وتخلق ارباحاً، كما ان الاسواق المالية تقوم على استقطاب رؤوس الاموال الاجنبية وبذلك تدعم امكاناتها وتعمل على نقل الخبرة وطرق التسويق والتكنولوجيا لهذه البلدان التي توفر مثل هذه الاستثمارات (الشواورة،2008).

2-3 الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع تحويلات العاملين في الخارج وأثرها على المتغيرات الاقتصادية كالفقر والبطالة والنمو الاقتصادي وكذلك القطاع المالي بشكل عام، لكن نجد أن هناك ندرة في الدراسات التي ركزت على السوق المالي، وعليه يمكن في هذا الجزء من الدراسة استعراض أهم ما جاء في تلك الدراسات من نتائج وتوصيات تتعلق بموضوع الدراسة التي نقوم بها، إضافة إلى التطرق إلى المنهجية المستخدمة في هذه الدراسات أحياناً، و في نهاية العرض سوف يتم اضافة ملخصاً لبعض الاستنتاجات التي قام بها الباحث والتي جرى استخلاصها من هذه الدراسات.

2-3-1 الدراسات العربية والأجنبية:

في دراسة (Cooray, 2010) والتي ذهبت الى التحقيق في تأثير تحويلات العاملين في الخارج على القطاع المالي، حيث قام الباحث بدراسة التأثير على القطاع المالي من جانبين: جانب الحجم، الكفاءة. حيث وجد الباحث أن تأثير التحويلات يساهم في زيادة الحجم والكفاءة للقطاع المالي، وقد استخدم الباحث بيانات مجمعة في تقديره، وأكدت نتيجة الدراسة على أن التحويلات تقود إلى زيادة في الودائع وإعادة توزيع الأرصدة وتسييل الأصول المالية.

وفي دراسة لبايار (Bayar,2015) والتي تناولت أثر تحويلات العاملين على النمو الاقتصادي في دول تابعة للإتحاد الأوروبي، حيث أخذ الباحث بيانات كلاً من: بلغاريا و كرواتيا و جمهورية التشيك و إستونيا و هنغاريا و بولندا و سلوفاكيا إضافة الى سلوفينيا خلال الفترة 1996-2013، وقد استخدم الباحث نموذج (Dumitrescu and Hurlin (2012) لإختبار السببية، وتم استثناء دولتين من دول أوروبا الشرقية المنظمة للإتحاد الأوروبي وهما لاتفيا وليثوانيا وذلك لعدم وجود بيانات لهما. هذا وقد عمل الباحث على حساب التحويلات وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كنسب من الناتج المحلي الإجمالي.

في البداية قام الباحث بإختبار cross sectional dependence ثم قام بإختبار (Breusch and pagen,1980)، ولأن عدد السنوات 18 وعدد parameter 9 استخدم الباحث $LM\ test^2$ المطور.

وقد أظهرت النتائج أن هناك اتجاه سببي أحادي بين التحويلات وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى النمو الاقتصادي. كما أوصت الدراسة بضرورة تبني الحكومات طرقاً مناسبة لجذب التحويلات والاستثمار الأجنبي المباشر، لما لهما من تأثير إيجابي في دفع النمو الاقتصادي والتنمية.

وفي دراسة بوتو (Bhutto,2013) فقد هدفت الدراسة إلى بيان أثر كل من التحويلات الأجنبية والمحافظ الاستثمارية الأجنبية وتدفق الاستثمارات الأجنبية على سوق الأسهم، وقد طبقت هذه الدراسة على 3 دول من شرق آسيا (الباكستان، الهند، بنغلادش) مابين عامي 1975 و 2011، وقد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد علاقات ايجابية في كلاً من الباكستان والهند وبنغلادش في جميع المتغيرات باستثناء علاقة سلبية واحدة بين محفظة الاستثمارات الأجنبية وسوق الأسهم في بنغلادش.

². أحد الطرق في الكشف عن الارتباط الذاتي.

في دراسة جايتك و كابريو (githaic and kabiru,2014) والتي بحثت العلاقة بين التحويلات وتنمية القطاع المالي للفترة 1980-2012، حيث قاموا باستخدام GMM^3 لاختبار العلاقة بين التحويلات والقطاع المالي، وقد أخذ الباحثان بيانات 31 دولة خلال الفترة المذكورة. ومن خلال استعراض الدراسة نجد أنه تم استخدام المتغيرات المستقلة: إجمالي التحويلات و النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و سعر الصرف و التضخم إضافة إلى الإنفاق المنزلي، هذا وقد أخذوا كلا من الودائع البنكية والإستثمار الأجنبي المباشر والرصيد المحلي كمتغيرات دالة على أداء القطاع المالي.

وقد أظهرت النتائج أن هناك تأثير عكسي في الرصيد المحلي إلى القطاع الخاص والأجنبي المباشر، ولكنها أيضا وجدت أن هناك تأثير إيجابي للحوالات على الودائع البنكية، وقد خلصت الدراسة الى التحويلات من شأنها دعم تنمية القطاع المالي إذا قامت المؤسسات المالية بإجراءات فاعلة في تحويل الودائع الى أرصدة.

وهدفنا دراسة باسنت و أوبادايا (Basnet and Upodhyaya,2014) إلى الإجابة عن التساؤل الآتي: "هل التحويلات تجذب الاستثمار الأجنبي المباشر؟". وقد أخذت الدراسة 35 دولة متوسطة الدخل في الفترة ما بين 1980 و 2010، وتم اختيار هذه الدول من كل من أمريكا اللاتينية وآسيا والباسيفك وأفريقيا. وقد عمل الباحثان على تحويل جميع متغيرات الدراسة إلى نسب من الناتج المحلي الإجمالي، علماً أن متغيرات الدراسة كانت: تعويضات العاملين وحوالاتهم و(الصادرات + الواردات) إضافة إلى متغير مستقل آخر أسموه X علماً أن هذا المتغير يجمع المتغيرات: حجم السوق والبنية التحتية، وقد أخذ الباحث متغيرات ممثلة لحجم السوق والبنية التحتية وهما الناتج المحلي الإجمالي وعدد خطوط الهاتف على الترتيب.

³. Generalized Method of Moment.

وبينت الدراسة ومن خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى بعدم وجود علاقة بين التحويلات والاستثمار الأجنبي المباشر، بينما من خلال التصنيف الجغرافي تبين أنه يوجد علاقة طردية في أفريقيا وعدم وجود علاقة في أمريكا اللاتينية، إضافة إلى وجود علاقة عكسية في آسيا والباسيفك.

وحول أثر التحويلات على المتغيرات الاقتصادية الكلية جاءت دراسة جوليانو وآرانز (Giuliano and Arranz,2005) إلى بيان العلاقة بين تحويلات العاملين في الخارج والتنمية والنمو، وقد أخذ الباحثان بيانات لحالات أكثر من دولة زمنياً عن طريق عينة كبيرة، وقاموا بدراسة تأثير قيمة التحويلات والنمو في القطاع المالي على النمو في هذه البلدان، وتوصلوا إلى أن التحويلات يمكن أن تعزز النمو في البلدان الأقل نمواً من الناحية المالية.

أما دراسة اجارول (Aggarawal,2006) فقد هدفت إلى دراسة تأثير التحويلات على تنمية القطاع المالي، وإلى بيان مدى درجة مساهمة التحويلات في زيادة المستوى الكلي للودائع، وقد استخدمت الدراسة تدفقات 99 دولة نامية في الفترة ما بين 1975 و2003، وتوصلت الدراسة إلى أن تحويلات العاملين في هذه الدول أصبحت ثاني أكبر تدفق نقدي بعد الاستثمارات الأجنبية المباشرة، إضافة إلى ماتوصلت إليه دراسة (Giuliano and Arranz,2005) في أنها تعزز من تقدم التنمية المالية في هذه البلدان.

وجاءت دراسة (Glytsos,2012) على ثلاث دول عربية من بينها الأردن ودولتان أجنبيتان خلال الفترة 1969-1993. وتوصل الباحث إلى أن التحويلات في الأردن لها علاقة ايجابية مع متغيرات الاقتصاد الكلي التالية: الدخل ، الاستهلاك، المستوردات. وقد حققت نسبة تأثير التحويلات في الاستهلاك أقل نسبة من بين جميع الدول التي خضعت للدراسة.

أما في جانب الدراسات الأردنية عن تحويلات العاملين والاسواق المالية، فإننا نجد أن معظم الدراسات الأردنية في هذا المجال ركزت على دراسة أثر التحويلات على متغيرات الاقتصاد الكلي بشكل عام، فقد جاءت دراسة (زغلول، 1981) لبيان أثر تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج على الاقتصاد الأردني، وقد هدفت هذه الدراسة لبيان أثر التحويلات على متغيرات الاقتصاد الكلي ممثلة بالاستثمار والاستهلاك والصادرات والأسعار ومعدلات الأجور مابين 1970 و 1981، حيث استخدم الباحث النماذج القياسية لبيان الأثر، وأظهرت النتائج أن هناك معدلاً مرتفعاً للارتباط بين تحويلات العاملين ومتغيرات الاقتصاد الكلي، إضافة الى التأثير الإيجابي للتحويلات على حجم الاستثمار والاستهلاك بشكل منفرد أو بالمزامنة مع المتغيرات المستقلة الأخرى، وأن جزءاً كبيراً من مدخرات العاملين في الخارج قد توجه بشكل واضح نحو قطاع الإنشاءات وشراء الأراضي وزيادة معدلات الاستهلاك الخاص.

بينما جاءت دراسة السقا (El- sakka,2005) لبيان أهمية التحويلات على مختلف القطاعات، حيث أخذت الدراسة جوانب متعددة منها الجوانب السياسية التي تؤثر على تدفق التحويلات إلى الأردن، ومن أهم المتغيرات التي أخذتها الدراسة سعر الصرف وأسعار الفائدة وسياسات الاقتصاد الكلي.

وقد توصلت الدراسة الى أن جذب التحويلات المالية يؤدي الى النمو الاقتصادي من خلال زيادة التدفقات المالية وتحسين ميزان المدفوعات. إضافة إلى الدور الكبير الذي تلعبه أسعار الفائدة في جذب الاستثمارات بالطرق الرسمية مع مراعات التضخم.

في دراسة (الرباع، 2008) لأثر عرض النقد على اداء بورصة عمان، والتي هدفت الى الوقوف على طبيعة واتجاه العلاقة بين عرض النقد ومؤشرات اداء بورصة عمان: حجم التداول ومعدل دوران السهم واسعار الاسهم خلال الفترة 1978-2006.

استخدم الباحث نموذج VAR وتوصلت الدراسة الى ان هناك علاقات ايجابية قصيرة الاجل بين عرض النقد الواسع والضيق ومؤشرات اداء البورصة المستخدمة.

واوصت الدراسة بضرورة ايلاء الاهمية الازمة للسياسات النقدية من قبل واضعيها، بحيث يتم اخذ التغيرات الحاصلة في عرض النقود بعين الاعتبار عند صياغة اي قرارات نقدية بما يخدم تطور اداء السوق.

وفي دراسة (الغزو، 2011) والتي استخدم فيها الباحث نموذج قياسي طبق على الأردن في الفترة 1990-2011 لتوضيح العلاقة التي تربط تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج على متغيرات الاقتصاد الكلي (الاستثمار، الاستهلاك الخاص، التضخم، الناتج المحلي)، وتوصل الباحث إلى أن الزيادة في نسبة التحويلات تؤدي الى زيادة متوسط الاستهلاك الخاص، حيث بلغت هذه الزيادة 566.297% لكل تغير نسبي مقداره 1% في حوالات العاملين، بينما كانت 0.2% للتضخم وهي النسبة الأقل من بين كل المتغيرات الكلية المجملة في النموذج القياسي للدراسة. وأكدت الدراسة على مجموعة من التوصيات أهمها توفير المناخ الملائم للاستثمارات وتوجيهها الوجهة الصحيحة التي تخدم العملية التنموية.

2-3-2 استنتاجات حول الدراسات السابقة:

إن مراجعة الأدبيات السابقة حول موضوع الدراسة أمر ضروري وذو أهمية بالغة في فهم المحددات العامة للدراسة وتحديد النقص في أركان حل المشكلة القائمة، إضافة إلى بيان جوانب الأهمية التي ركزت عليها الدراسات السابقة للموضوع والتطورات المنبثقة عن التغير في الزمن.

ومن هنا وبعد الاطلاع على الأدبيات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة، وجد الباحث أن هناك ضعفاً في الدراسات العربية حول موضوع الدراسة وخصوصاً الأردنية منها والتي تطرقت إلى موضوع تحويلات

العاملين وأثرها على الأسواق المالية، لا بل إن الدراسات الأردنية حول الموضوع معدومة تماماً، حيث لم يجد الباحث أي دراسة تطرقت إلى بيان وتحليل هذا الأثر. وبناء على ماسبق فإن هذا من شأنه أن يعطي خصوصية لهذه الدراسة عن غيرها لكونها الأولى التي درست أثر التحويلات على أداء الأسواق المالية في الأردن للفترة 1990-2014 وذلك لإعطاء صورة حقيقية عن أداء الأسواق المالية وواقع الاقتصاد الأردني.

كما أنه يوجد إختلافات في نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بموضوع التحويلات وأثرها على الاقتصاد بشكل عام، ويعزى ذلك إلى الاختلاف في أمور كثيرة من أهمها حجم الدولة ودرجة تطورها على الصعيدين المالي والاقتصادي، وعليه جاءت هذه الدراسة كنوع من المحاولة لسد الفراغ والنقص في الموضوع، ومعرفة مدى انسجام الاقتصاد الأردني وأسواقه المالية مع النظريات الإقتصادية ذات العلاقة.

الفصل الثالث

حوالات العاملين الأردنيين في الخارج

سوف يتم في هذا الفصل مناقشة واقع تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، من حيث الأهمية الجغرافية للتحويلات، وكذلك حجم التحويلات ومقدار النمو فيها خلال فترة الدراسة، وبيان أهم الأسباب وراء تراجع النمو أو انتعاشه خلال تلك الفترة، مروراً بأهمية التحويلات على السوق المالي، وانتهاءً بأهمية التحويلات على بعض المتغيرات الكلية.

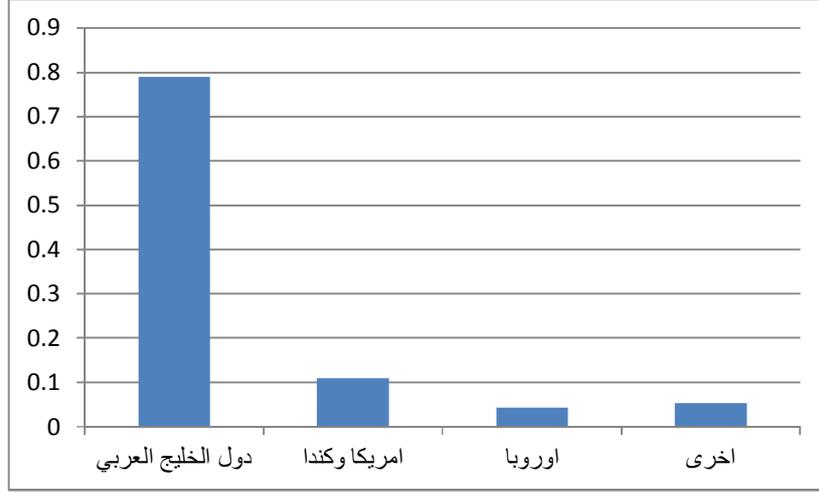
3-1 واقع حوالات العاملين الأردنيين:

قبل الحديث عن واقع وأهمية حوالات العاملين الأردنيين في الخارج لابد من الإشارة إلى بعض المواضيع المرتبطة بالتحويلات بشكل أو بآخر، ولعل واقع المغتربين الأردنيين وتوزيعاتهم الديمغرافية من هذه الأمور المهمة الواجب التطرق لها، إضافة إلى أمور أخرى سنوردها في هذه الجزئية في سياق الحديث عن التحويلات والسوق المالي الأردني.

3-1-1 التوزيع الجغرافي للمغتربين الأردنيين:

بلغ عدد المغتربين الأردنيين في عام 2014 حوالي 750 ألف مغترب موزعين على 70 دولة، ويوضح الشكل التالي توزيع المغتربين الأردنيين حول العالم.

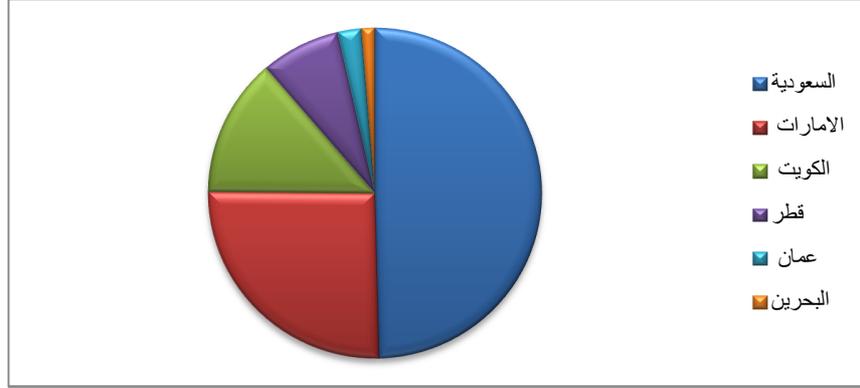
الشكل (1-3) توزيع المغتربين الأردنيين حول العالم



المصدر: إعداد الباحث، وزارة الخارجية الأردنية وشؤون المغتربين، 2014.

يبين الشكل (1-3) توزيع المغتربين الأردنيين حول العالم، ومن الملاحظ أن نسبة الأردنيين المغتربين في دول الخليج العربي تأخذ النسبة الأكبر، وهذا يعزز من تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، فمن المعروف أن أغلب الأردنيين المغتربين في الخليج العربي هم عاملين، بينما نجد أن هناك نسبة من المغتربين في أوروبا وأمريكا هم مغتربين من أجل الدراسة وليس العمل. وتجدر الإشارة إلى أن غالبية القوى العاملة الأردنية في الخليج العربي تتوزع في السعودية، ويبين الشكل الآتي توزيع العمالة الأردنية في الخليج العربي في عام 2006:

الشكل (2-3) توزيع العمالة الأردنية في دول الخليج العربي في عام 2006



المصدر: إعداد الباحث، وزارة العمل، مديرية التعاون الدولي، 2006.

يبين الشكل (2-3) توزيع العمالة الأردنية في دول الخليج العربي، ونلاحظ أن السعودية تأخذ النسبة الأكبر حوالي 49.5% تليها الإمارات العربية المتحدة بنسبة 25.5% بينما تحتل البحرين النسبة الأقل والتي تقدر بحوالي 1.3%.

2-1-3 حجم تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج وتطورها:

إن بيانات تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج والموجودة في نشرات البنك المركزي لاتعبر عن كل التحويلات القادمة إلى الأردن، وإنما تعبر عن التحويلات القادمة عبر الطرق الرسمية والتي تتمثل في الجهاز المصرفي والصرافيين وكذلك التحويلات التي تخضع لبيانات جمركية أثناء عبورها الحدود الأردنية. ويبين الجدول رقم (1-3) حجم تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج ومعدل النمو فيها خلال الفترة

1990 - 2014

جدول رقم (3-1) حجم ونمو تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج

النمو في التحويلات %	التحويلات (مليون دينار)	السنة
-	331.8	1990
-7.69	306.3	1991
87.10	573.1	1992
25.75	720.7	1993
5.97	763.7	1994
14.14	871.7	1995
25.59	1094.8	1996
7.19	1173.5	1997
-6.79	1093.8	1998
7.86	1179.8	1999
-0.21	1177.3	2000
9.00	1283.3	2001
6.16	1362.3	2002
3.10	1404.5	2003
3.92	1459.6	2004
5.84	1544.8	2005
15.40	1782.7	2006
19.06	2122.5	2007
5.63	2242.0	2008
-1.24	2214.2	2009
1.49	2247.3	2010
-4.24	2152.1	2011
3.61	2229.8	2012
4.39	2327.7	2013
2.59	2388.0	2014

المصدر: إعداد الباحث، بالاعتماد على بيانات البنك المركزي، النشرة الشهرية، أعداد مختلفة.

اعتماداً على البيانات الواردة في الجدول السابق نلاحظ أن التحويلات تطورت تطوراً واضحاً منذ عام 1990 وأخذت منحاً تصاعدياً، إذ بلغت في بداية فترة الدراسة 331.8 مليون دينار، في حين وصلت إلى ما يقارب 2.4 مليار دينار في نهاية فترة الدراسة. لكن ومن خلال تتبع التحويلات عبر سنوات الدراسة نجد

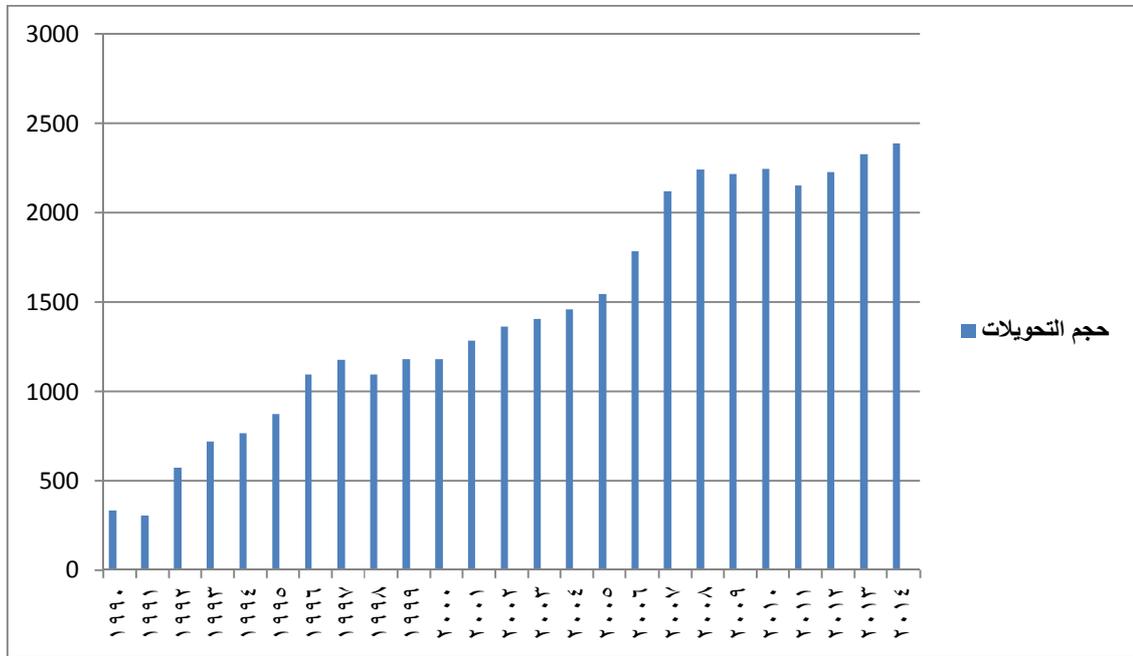
أن هناك تبايناً في نسب النمو فيها، وهذا مرتبط بأمور عدة أهمها الأوضاع الاقتصادية والسياسية في الأردن والعالم، إضافة إلى ارتباطها ارتباطاً وثيقاً بأسعار النفط العالمية.

ومن تتبع البيانات نجد أنه يوجد سنوات تراجع فيها التحويلات تراجعاً ملموساً، حيث بلغت أعلى نسبة تراجع في عام 1991، ويعود سبب تراجع التحويلات خلال هذا العام إلى عودة المغتربين الأردنيين من الخليج العربي بسبب أزمة الخليج الثانية، مما أثر على قيمة التحويلات الأردنية وتراجعها بمعدل 7.69%، وكذلك شهد العام 1998 تراجعاً واضحاً وملموساً في قيمة التحويلات نتيجة عدم الاستقرار السياسي في المنطقة والحصار الذي فرض على العراق. ومن السنوات الأخرى التي شهدت تراجعاً في قيمة التحويلات 2009 و 2011 ويعزى التراجع الذي حصل في عام 2009 إلى تداعيات وانعكاسات الأزمة الاقتصادية العالمية، مما انعكس على التحويلات وانخفضت بنسبة 1.24%، أما التراجع في عام 2011 فإنه يعزى إلى الأحداث التي حصلت في المنطقة في بدايات 2011 أو ما عرف بالربيع العربي (البنك المركزي الأردني، 2015).

أما على صعيد الإزدهار، فنلاحظ أنه يوجد سنوات انتعاش وتطور للتحويلات، ففي عام 1992 شهدت التحويلات نقلة نوعية، حيث ارتفعت قيمة التحويلات بنسبة قياسية وصلت إلى 87.1% واستمر هذا التطور بشكل متواصل إلى العام 1997 ولكن بنسب متفاوتة بينما وصلت أعلى قيمة للتحويلات في عام 2014 حيث بلغت 2388.0 مليون دينار بنسبة نمو 2.59% مقارنة بمستوياتها السائدة في نهاية عام 2013. ومن الملاحظ أن سنوات النمو في التحويلات كانت مصاحبة للتطور في أسعار النفط العالمية، والتي يترتب عليها نمو في الإنفاق من قبل حكومات الدول الخليجية المصدرة للنفط، مما يدعم حجم التحويلات ويزيد من قدرة العاملين الأردنيين في الخليج العربي على التحويل (صيدم، 2007).

يبين الشكل (3-3) الاتجاه التصاعدي لحجم التحويلات خلال فترة الدراسة، ويقدم الشكل صورة أكثر وضوحاً من الجدول السابق من حيث بيان الهيكل العام لحجم التحويلات واتجاهها عبر الزمن وكذلك يعطي فكرة عامة عن واقع التحويلات.

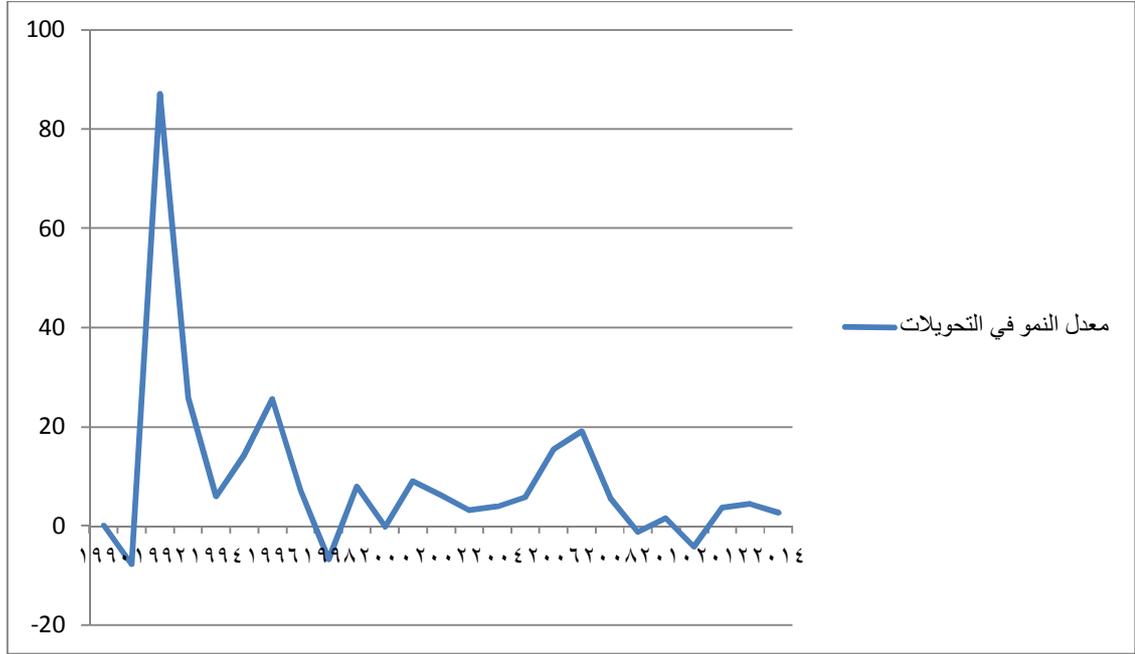
شكل (3-3) حجم تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج 1990-2014



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على جدول رقم (3-1)

ولعرض النمو في التحويلات بشكل أكثر وضوحاً أنظر إلى الشكل رقم (3-4) والذي يوضح تذبذب النمو في تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج.

شكل رقم (3-4) معدل النمو في تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على جدول رقم (3-1)

من تتبع الشكل (3-4) نلاحظ أن أعلى نسبة نمو للتحويلات خلال فترة الدراسة كانت في عام 1992، بينما أقل نسبة كانت 1991 تليها عام 1998 ويعود السبب في تراجع النمو في التحويلات لعام 1998 إلى ما يعرف بالأزمة الآسيوية في 1997 حيث انهارت الاقتصادات الآسيوية وانخفضت أسعار النفط العالمية إلى ما يقرب من 10 دولار للبرميل الواحد، مما انعكس أثره السلبي على دول الخليج العربي وتراجع الإنفاق الحكومي، مما أدى إلى انخفاض قدرة العاملين الأردنيين على التحويل، ولكن ما لبثت أسعار النفط طويلاً إلا أنها عاودت الارتفاع والتحسين من جديد في بدايات عام 1999 نتيجة تدخلات من وزير النفط السعودي ومنظمة أوبك وهذا التحسن والاستقرار التدريجي عدا بالتحويلات إلى النمو التدريجي والمستقر نسبياً إلى عام 2009 كما نلاحظ من الشكل أعلاه وقد وصل إلى نسبة نمو ممتازة في عام 2007 حيث وصلت إلى ما يقرب 20%.

3-2 أهمية تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على السوق المالي الأردني:

تلعب تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج دوراً مهماً في جوانب عديدة من الاقتصاد الأردني، وتعتبر التحويلات داعماً رئيساً من دعامة اقتصادنا الوطني، حيث بينت الدراسات المتعددة حول التحويلات على أهميتها ومساهمتها في تقوية ورفد احتياطات الأردن من العملات الأجنبية وكذلك دعم ميزان المدفوعات الأردني، ويعرف ميزان المدفوعات على أنه سجل يعتمد على القيد المزدوج، يتناول إحصائيات مكونات أصول اقتصاديات الدولة أو قيمها بسبب تعاملها مع بقية الدول أو بسبب هجرة الأفراد، إضافة إلى مكونات أو قيمة ماتحتفظ به الدولة من ذهب نقدي أو حقوق سحب خاصة من الصندوق وحقوقها والتزاماتها تجاه العالم (صندوق النقد الدولي، 1993). وبذلك يكون ميزان المدفوعات يشتمل على بند خاص ضمن بنود الحساب الجاري تحت عنوان تحويلات العاملين. أما في ما يتعلق بأهمية تحويلات العاملين في الخارج على الاقتصاد الأردني وعلى السوق المالي فسوف يتم توضيح هذه الأهمية من خلال:

أولاً: أهمية تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج في جانب تحقيق الجدارة الائتمانية والتمويل الخارجي، إضافة إلى أهمية "التوريق" للتحويلات .

ثانياً: نسبة تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج إلى التدفقات المالية الرئيسية الأخرى، وهي المساعدات الائتمانية الرسمية والاستثمار الأجنبي المباشر .

3-2-1 أهمية تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج في تحقيق الجدارة الائتمانية والتمويل الخارجي:

إن للتحويلات أهمية كبيرة في هذا الجانب، حيث تعمل على تعزيز القدرة على الاقتراض من أسواق المال العالمية وبشروط أكثر كفاءة وأقل كلفة، وذلك من خلال أن نسبة الدين إلى الصادرات من السلع

والخدمات والتي تعتبر أهم مؤشر من مؤشرات عبء المديونية، والتي تعتبر كذلك مقياس من المقاييس التي تعتمد عليها المؤسسات الدولية في تقييم الجدارة الائتمانية لتحسن بشكل كبير عند احتساب التحويلات ضمن بنود الصادرات.

وكذلك إن امكانية التوريد لهذه التحويلات عن طريق استبدالها بسندات قابلة للتداول في الأسواق الدولية، يؤدي الى تعزيز قدرة الدولة الأردنية في الحصول على تمويل خارجي، مما يؤدي إلى خفض كلف التحويل، وفي تقرير للبنك الدولي تبين أنه خلال الفترة 2000-2004 قد جمعت الدول النامية ما يقارب 10.4 مليار دولار مقابل تحويلات العاملين، وتحل الأردن موقعاً متميزاً من بين الدول النامية في تحويلات العاملين.

3-2-2 أهمية تحويلات العاملين الأردنيين بالنسبة للتدفقات المالية الأخرى:

تشكل تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج مصدراً هاماً من المصادر المالية التي تدر إلى الأردن جزءاً هاماً وكبيراً من العملات الصعبة، حيث تساهم بصورة أو بأخرى في استقرار الميزان التجاري للأردن، وتعد مصادر الأردن للعملات الصعبة محدودة وهي عائدات الصادرات الخدمية والسلعية و تحويلات العاملين في الخارج إضافة الاستثمارات الأجنبية والمساعدات والمنح الخارجية والقروض. وتعتبر العملات الأجنبية مصدر قوة ودافع أساسي لاقتصادات الدول، فكلما زادت احتياطات الدولة من العملة الصعبة زادت مقدرتها على تحسين مستوى معيشة الشعب وذلك بسبب زيادة مقدرة الدولة على تأمين السلع الأساسية و الكمالية، إضافة إلى أنه مؤشر هام للسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية مما يتيح للأردن فرصة التعامل مع الدول الأخرى تجارياً و استثمارياً (صيدم، 2007).

يبين الجدول رقم (2-3) التطورات التي جرت على لحتياطي المملكة من العملات الأجنبية، ونسب كلاً من: تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، المساعدات الخارجية في تغطية تلك الاحتياطات وكذلك نسبة التحويلات إلى الاستثمار الأجنبي المباشر.

جدول (2-3) نسبة تحويلات العاملين الأردنيين الى بعض المتغيرات المالية والاقتصادية

السنة	حجم التحويلات (مليون دينار)	حجم المساعدات الخارجية (مليون دينار)	الإحتياطات الرسمية من العملة الصعبة مليون دينار	الإستثمار الأجنبي المباشر (مليون دينار)	نسبة التحويلات الى إجمالي الإحتياطات	نسبة التحويلات الى حجم المساعدات الخارجية	نسبة التحويلات الى الإستثمار الأجنبي المباشر	نسبة المساعدات الخارجية الى الإحتياطات
2000	1177.3	391.2	1959	647.709	60.10	300.95	181.76	19.97
2001	1283.3	433.4	1828	194.059	70.20	296.10	661.29	23.71
2002	1362.3	491.9	2478	168.941	54.98	276.95	806.38	19.85
2003	1404.5	937.4	3361	387.904	41.79	149.83	362.07	27.89
2004	1459.6	811.3	3420	664.425	42.68	179.91	219.68	23.72
2005	1544.8	500.3	3363	1407.006	45.94	308.77	109.79	14.88
2006	1782.7	304.3	4326.7	2512.707	41.20	585.84	70.95	7.03
2007	2122.5	343.4	4871.4	1859.097	43.57	618.08	114.17	7.05
2008	2242.0	718.2	5490.5	2006.139	40.83	312.17	111.76	13.08
2009	2214.2	333.4	7713	1713.421	28.71	664.13	129.23	4.32
2010	2247.3	401.7	8679.1	1172.099	25.89	559.45	191.73	4.63
2011	2152.1	1215	7465.2	1046.201	28.83	177.13	205.71%	16.28
2012	2229.8	327.1	4702.5	1060.429	47.42	681.69	210.27	6.96
2013	2327.7	639	8512	1273.689	27.35	364.27	182.75	7.51
2014	2388.0	1236.5	9981.9	1217.85	23.92	193.13	196.08	12.39

المصدر: إعداد الباحث، اعتماداً على بيانات البنك المركزي، النشرات الشهرية، أعداد مختلفة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أنه في عام 2014 بلغت نسبة التحويلات الى إجمالي الاحتياطات الأجنبية 23.92% في حين غطت المساعدات الأجنبية فقط مانسبته 12.39%، ونلاحظ أن تغطية التحويلات للعملة الأجنبية دائماً تفوق نسبة تغطية المساعدات الخارجية لها خلال الفترة (2000-2014). وتشير البيانات الى أن أعلى نسبة تغطية وصلت إليها التحويلات كانت في عام 2001 خلال نفس الفترة، ويعود ذلك الى انخفاض الاحتياطي وارتفاع في حجم التحويلات. بينما نلاحظ أن أعلى نسبة تغطية للاحتياطات من المساعدات الخارجية كانت في عام 2003 حيث وصلت الـ 27.89%، ويعود ذلك الى الإرتفاع الكبير والملموس في حجم المساعدات الأجنبية، حيث ارتفعت بقيمة 445.5 مليون دينار أردني أي أنها تضاعفت تقريباً.

ونلاحظ من الدول أيضاً أن حجم الحولات يفوق الإستثمارات الأجنبية المباشرة خلال الفترة (2000-2014) بإستثناء عام 2006، حيث كانت الحولات تشكل مانسبته 70.95% من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مما يجعل التحويلات ذات أهمية بالغة على صعيد التدفقات المالية.

الفصل الرابع

تطور سوق المال الأردني

يمثل القطاع المالي دماغ النظام الاقتصادي، والذي بدوره يعمل على تقوية الاقتصاد ودعمه، كما أنه يعمل على تعزيز جانب العرض في الاقتصادات الوطنية، وذلك من خلال حشد الموارد المالية وجمعها وتخصيصها الى استثمارات أكثر إنتاجية (Stiglitz, 1993).

لذلك سوف أقوم في هذا الفصل بواسطة السوق المالي الأردني، مبتدئاً بالمقدمة التي تعرض أهمية السوق المالي الأردني ونشأته وأقسامه وأدولته المالية، مروراً بواقع الأسواق المالية الأردنية.

1-4 المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية في الوقت الحاضر من أهم القطاعات التي تلعب دوراً مهماً في بناء الاقتصاد لأي دولة، بل أنها تعتبر قوامه وروحه التي تنبض بالحياة، حيث تعتبر الأسواق المالية مصدر توفير الأموال اللازمة للنمو الاقتصادي ومتطلباً أساسياً من متطلبات التنمية، إضافة على ذلك فإنها تعتبر أساساً في عملية جمع المدخرات من كافة أطراف المجتمع، لأنها تتمتع بخصائص مهمة ومساعدة الى حد كبير، فإستثماراتها لاتحتاج الى رؤوس أموال طائلة وكذلك تكاليفها قليلة.

إن الوحدات الاقتصادية المختلفة تحتاج الى أداة تتمكن من خلالها الاتصال مع بعضها البعض من أجل تبادل المعلومات والبيانات المتعلقة بالأموال، لذلك يعتبر وجود السوق المالي من المتطلبات الضرورية لتحقيق التطور المالي والاقتصادي، ففيه يتم التعامل بيعاً وشراءً للأدوات المالية.

ولما أسلف من أهمية للأسواق المالية، فإنه تم تأسيس سوق عمان المالي في عام 1976 والذي رأى النور مطلع عام 1978، وسوف أقوم في هذه الجزئية بمحاولة تقديم فكرة عامة عن السوق من خلال استعراض نشأته وأهدافه وأقسامه والأدوات المالية المتداولة فيه إضافة إلى التطور الذي حصل فيه على المستويين: حجم التداول وعدد الأسهم المقيدة فيه.

4-1-1 هيكل النظام المالي الأردني:

شهد النظام المالي الأردني تطوراً ملحوظاً خلال السنوات الماضية، بعد أن شهد ارتفاعاً في مخاطره المالية والسياسية، نتيجة الأزمة المالية العالمية وأزمة اليورو، إلا أن النظام المالي استعاد نشاطه وعافيته بشكل ملحوظ. علماً أن النظام المالي الأردني لا يختلف كثيراً عن أنظمة المال العالمية حيث يتكون هذا النظام من البنوك المرخصة وشركات التأمين ومؤسسات الاقراض المتخصصة ومؤسسات الادخار التقاعدي والصرافين إضافة الى البنك المركزي وبورصة عمان.

لكن على الرغم من التطور الكبير الذي يشهده الأردن في تطوير مؤسساته المالية وإنشاء العديد من المؤسسات المالية غير المصرفية، إلا أن قطاع البنوك يعتبر السلطة المهيمنة على النظام المالي في الأردن من حيث استحوادها على النسبة الأكبر من موجوداته المالية، وهذا مايتشابه به الأردن مع بقية دول العالم النامية في الجانب المالي. حيث بلغت نسبة موجودات البنوك في نهاية عام 2014 حوالي 94.1 % من موجودات القطاع المالي والتي بلغت 47.2 مليار دينار في نهاية نفس العام⁴. (البنك المركزي الاردني، 2014).

⁴. غير شاملة بيانات البورصة.

يوجد في الاردن خمسة وعشرون بنكاً مخصصاً مملوكة بكاملها للقطاع الخاص، منها (16) بنكاً أردنياً و (9) بنوك أجنبية، حيث تعمل هذه البنوك على حشد وجمع ودائع على مختلف أنواعها، وقد بلغت حجم الودائع مامقداره (30.261) مليار دينار في نهاية عام 2014، في حين ارتفعت التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك الى 19.274 مليار دينار في عام 2014 اي بنسبة ارتفاع 1.8% أو مامقداره 335 مليون دينار عنها في نهاية عام 2013. لكن موجودات البنوك كذلك سجلت ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة 4.8% في نهاية عام 2014 لتصل الى 44.4 مليار دينار أي مايعادل 174.6% من الناتج المحلي الإجمالي (جمعية البنوك في الاردن، 2014).

وفي محور الحديث عن النظام المالي في الأردن فإننا لا نغفل الدور الكبير الذي تشكله بورصة عمان في النظام المالي، حيث بلغت القيمة الرأسمالية للبورصة في بعض السنوات مانسبته 289% من الناتج المحلي الإجمالي كما هو في عام 2007 حيث بلغت القيمة الرأسمالية لها 29.2 مليار دينار. ومن المؤسسات المالية الأردنية المهمة أيضاً مؤسسة الضمان الاجتماعي وهي إحدى المؤسسات الرئيسية في النظام المالي الأردني حيث تبلغ أصولها حوالي 6.9 مليار دينار، وتتميز مؤسسة الضمان الاجتماعي بأنها تعتبر مستثمراً بالأموال الحقيقية فمصدر الأموال هي اقتطاعات من المشتركين وليس أموال مقترضة، وبالتالي ليست معرضة لمخاطر الموائمة بين آجال مصادر الأموال والتوظيفات. علماً أن هذه المخاطرة سبب فشل أكثر البنوك العالمية، أي أنها ليست مصدراً للمخاطر النظامية (البنك المركزي الاردني، 2014).

وفيما يلي جدولاً يبين المؤسسات المالية في الأردن وعدد مؤسساتها وأصولها المالية:

جدول (1-4) المؤسسات المالية في الأردن (2014)

الأصول (مليون دينار أردني)	عدد المؤسسات	المؤسسة المالية	
4440.0	25	البنوك المرخصة	1
18082.6 (الرسملة)	1	بورصة عمان	2
6859.8	1	مؤسسة الضمان الاجتماعي	3
842.549	25	شركات التأمين	4
158	-	قطاع التمويل الاصغر	5
271.3	30	شركات التأجير التمويلي*	6
80.4	143**	شركات الصرافة	7

*البيانات شملت السبع شركات التابعة للبنوك أما الثامنة فلم يتم احتسابها لانها زولت اعمالها منذ بداية 2015، ولم يتم احتساب التأجير التمويلي من قبل البنوك الاسلامية.

** عدد الفروع لم يحتسب اذا تم احتساب الفروع فإنه يصبح عددها 274.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نشرات البنك المركزي، بورصة عمان، إدارة التأمين في وزارة الصناعة والتجارة، الضمان الاجتماعي.

2-1-4 مراحل تطور النظام المالي الأردني:

شهد الاردن تطوراً ملموساً وواضحاً في نظامه المالي خلال فترة الدراسة، حيث شهد النظام المالي تطوراً شبه سنوي نحو الاقتصاد المحرر دولياً من خلال تقديم الالتزامات الواسعة من أجل تحرير التجارة المالية (تجارة الخدمات المالية) في قطاعات المال الأردني من بنوك وشركات التأمين والأوراق المالية.

ويبين الجدول (2-4) أهم الاصلاحات المالية التي حدثت للنظام المالي الأردني خلال فترة الدراسة:

جدول (4-2) التسلسل الزمني لإجراءات الإصلاحات المالية في الأردن

السنة	الحدث (الإجراء)
1992	تحرير أسعار فائدة الإقراض. علماً بأنه في عام 1988 تم تحرير أسعار فائدة الإيداع
1993	البدء بتطبيق الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية
1994	تأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض
1995	إقرار رفع الحد الأدنى لرؤوس اموال البنوك ليصبح 20 مليوناً على أن يطبق اعتباراً من 1997
1996	عدم العمل بالإئتمان المدعوم
1996	تأسيس شركة إعادة تمويل للرهن العقاري (الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري)
1997	تحرير حركة رأس المال (أصبح الدينار عملة قابلة للتحويل للأغراض الرأسمالية)
1997	إصدار قانون الأوراق المالية لسنة 1997
1999	إصدار القانون المنظم لأعمال التأمين
1999	فصل الهيئتين الرقابية والتنفيذية عن بعضهما في سوق عمان المالي
2000	تأسيس مؤسسة لضمان الودائع
2000	إصدار قانون معدل لقانون البنوك
2001	إصدار قانون المعاملات الالكترونية
2002	إصدار قانون التأجير التمويلي
2002	إصدار قانون معدل لقانون الأوراق المالية
2003	إصدار قانون البنك الوطني لتمويل المشاريع الصغيرة
2004	إصدار قانون إدارة الودائع المجمدة رقم 19 لعام 2004
2004	إقرار القانون الداخلي لبورصة عمان
2010	إصدار القانون المؤقت لقانون المعلومات الإئتمانية رقم 15 لسنة 2010
2011	إصدار نظام شركات المعلومات الإئتمانية
2012	إصدار نظام معدل لنظام رسوم ترخيص البنوك رقم 85 لعام 2012
2014	تعديل النظام الداخلي لبورصة عمان

المصدر: اعداد الباحث، اعتماداً على المواقع الالكترونية للمؤسسات المالية الأردنية.

4-1-3 مؤسسات سوق رأس المال الأردني:

تم تأسيس مؤسسات سوق رأس المال الأردني من أجل فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال حيث تم تقسيم مؤسسات سوق رأس المال الأردني إلى ثلاث مؤسسات مستقلة إدارياً ومالياً عن بعضها البعض وهي: (قصراوي، 2008).

أولاً: هيئة الأوراق المالية:

تأسست هيئة الأوراق المالية في عام 1997، وهي عبارة عن هيئة حكومية رسمية ذات شخصية اعتبارية إضافة إلى أنها مستقلة مالياً وإدارياً، وارتباطها مباشرة برئيس الوزراء، وشكلت هذه الهيئة من أجل تنظيم سوق رأس المال ليحافظ على العدالة والشفافية ويقلل من المخاطر إضافة إلى حماية المستثمرين وحصون حقوقهم في الأوراق المالية.

ثانياً: بورصة عمان:

تعرف بورصة عمان على أنها مؤسسة مستقلة مالياً وإدارياً، يديرها القطاع الخاص وهي تقوم بالدور التنفيذي إضافة إلى أنها سوق منظم للتداول في الأوراق المالية، وتشرف عليها هيئة الأوراق المالية، كما أنها مؤسسة غير ربحية.

ثالثاً: مركز إيداع الأوراق المالية:

هي مؤسسة هدفها غير ربحي تم إنشائها في عام 1999 كمؤسسة ذات نفع عام وهي أيضاً من المؤسسات المستقلة مالياً وإدارياً ويديرها القطاع الخاص وتشرف عليها هيئة الأوراق المالية، ومن واجباتها تسجيل وإيداع الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإجراء عملية التقاص والتسوية.

4-2 سوق عمان المالي:

سعى الأردن ومنذ بداية ستينات القرن الماضي إلى تعميق نظامه المالي، وبالتحديد منذ نشأة البنك المركزي الأردني في عام 1964، ومن أبرز الخطوات التي خطاها الأردن في هذا الصعيد أنه قام بتأسيس مؤسسات مالية ذات أهمية كبيرة جداً على الصعيدين المالي والاقتصادي، ولعل أهم هذه المؤسسات سوق عمان المالي. ولا شك أن وجود أسواق مالية منظمة تعتبر عاملاً مكملاً لاستقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية على حد سواء، حيث تعتبر الأسواق المالية المنظمة على الصعيد الأجنبي فرصة ثمينة للمستثمر الأجنبي الذي يرغب دائماً بالاستثمار في أسواق الدول النامية التي تتمتع بوجود استثمارات إنتاجية ضخمة.

ففي عام 1976 تم إنشاء سوق عمان لمالي كهيئة مستقلة مالياً وإدارياً وذلك بموجب القانون المؤقت رقم (31) لعام 1976، الا أنه باشر أعماله في 1/1/1978 وينبثق عن القانون مجموعة من الأهداف أهمها:

- 1- تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها الى الاستثمارات في الأوراق المالية دعماً للاقتصاد وتنميتها.
- 2- المراقبة والتنظيم على الإصدارات والتعاملات بالأوراق المالية.
- 3- توفير البيانات وجمعها وجدولتها لتحقيق الأهداف التنموية للسوق، وكذلك للغايات الإحصائية.

4-2-1 أقسام سوق عمان المالي:

لايختلف سوق عمان المالي كثيراً عن غيره من الأسواق المالية الموجودة في الدول الأخرى، فأقسامه تتشابه الى درجة كبيرة مع ماورد في أقسام السوق المالي الواردة في الفصل الثاني، حيث ينقسم سوق عمان المالي الى قسمين رئيسين هما: (حسين، 2008)

القسم الأول: السوق الأولية او مايعرف بسوق الإصدارات:

حيث يتم في هذا السوق إصدار الأوراق المالية لأول مرة، من خلال عملية تسمى عملية الإصدار. ويقصد بعملية الإصدار أنها إكتتاب بين طرفين هما المستثمر وجهة الإصدار لهذه الأوراق، والتي تكون إما شركات مساهمة عامة أو حكومة.

القسم الثاني: السوق الثانوية أو سوق التداول:

يقصد بالسوق الثانوية أنها السوق التي تتم فيها إظهار رغبة حاملي الأوراق المالية ببيعها، من أجل الحصول على سيولة نقدية أو من أجل إعادة استثمار الأموال المتحصلة في استثمارات جديدة. وتنقسم السوق الثانوية الى:

1- السوق الأول أو مايعرف بالسوق النظامية:

وتعرف السوق النظامية على أنها السوق التي يتم من خلالها التداول بأوراق مالية ذات طابع خاص نتيجة خضوعها لشروط إدراج خاصة، تحدها لجنة إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

2- السوق الثاني أو مايعرف بالسوق الموازية:

يعرف السوق الموازية على أنها جزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج أقل صرامة وشدة من تلك الشروط المعلنة في السوق الأول. ويعتبر السوق الموازي فرصة للتداول للشركات حديثة الإنشاء ويسمىها الكثيرون بأنها سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج في السوق الأول (السوق النظامية).

3- سوق السندات:

هي جزء من السوق الثانوي الذي يتم فيه تداول سندات الحكومة واسناد القرض ، والسندات المتداولة في هذا السوق تتسم باستحقاق من 3 اشهر الى 10 سنوات، إضافة الى أنه يعتبر سوقاً ضيقاً وذلك لعدم التنوع في السندات المتداولة فيه.

4- التحويلات خارج القاعة أو ما يعرف بالسوق الثالث:

هو جزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التعاملات عن طريق الدائرة القانونية، وتكون العمولة غالباً أقل من تلك التي يتقاضاها السوق داخل القاعة، وتعرف أيضاً هذه السوق بأنها سوق ما بين الوسطاء. والتحويلات التي تجري خارج القاعة هي:

أ- التحويلات العائلية من الدرجة الأولى لغاية الدرجة الثالثة.

ب- التحويلات الإرثية.

ج- التحويلات خارج المملكة.

د- تحويلات الشركات غير المدرجة.

4-2-2 الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الأردني وتطورها:

تقسم الأدوات المالية المتداولة في السوق إلى:

1- الأسهم:

يعرف السهم على أنه حصة أو ملكية جزئية في رأس مال الشركة وأصولها، علماً بأن مال الشركة المساهمة العامة يتكون من عدد من الحصص المتساوية وكل حصة من هذه الحصص يسمى سهماً. ويتم التداول في السوق بالأسهم على أساس الوحدة، وكل وحدة منه تساوي 50 سهماً باستثناء البنك العربي فإن كل وحدة منه تحتوي على 5 أسهم، وذلك لارتفاع أسعار أسهم البنك العربي.

أما عن تطور سوق الأسهم فقد أظهرت الإحصائيات بأن سوق الأسهم تطور تطوراً كبيراً منذ تأسيس السوق المالي، ويوضح الجدول التالي التطور الحاصل في سوق الأسهم خلال الفترة 1990-2014.

جدول (3-4) أهم مؤشرات سوق الأسهم في بورصة عمان

نسبة التغير في القيمة السوقية %	القيمة السوقية (دينار)	نسبة التغير في حجم التداول %	حجم التداول (دينار)	السنة
-7.65	1,293,210,890	-26.9	268,885,973	1990
32	1,707,095,165	12.6	302,836,729	1991
34.48	2,295,649,288	192.9	886,950,983	1992
50.89	3,463,930,183	9.2	968,613,802	1993
-1.58	3,409,293,505	-48.9	495,076,052	1994
2.53	3,495,438,521	-15.4	418,958,544	1995
-9.8	3,461,156,739	-40.7	248,583,344	1996
11.58	3,861,951,390	42.9	355,244,623	1997
7.63	4,156,558,122	30.7	464,374,268	1998
-0.45	4,137,711,690	-16.1	389,430,783	1999
-15.18	3,509,640,709	-14.1	334,724,633	2000
27.54	4,476,364,817	99.8	668,652,674	2001
12.23	5,023,953,990	42.1	950,272,995	2002
54.71	7,772,750,866	95.2	1,855,176,028	2003
67.66	13,031,763,515	104.5	3,793,251,050	2004
104.63	26,667,097,118	344.8	16,871,051,948	2005
-20.96	21,078,237,222	-15.8	14,209,870,592	2006
38.60	29,214,202,327	-13.1	12,348,101,910	2007
-13.03	25,406,265,528	64.5	20,318,014,547	2008
-11.33	22,526,919,428	-52.4	9,665,312,327	2009
-2.97	21,858,181,603	-30.8	6,689,987,155	2010
-11.83	19,272,757,327	-57.4	2,850,252,628	2011
-0.68	19,141,521,210	-30.6	1,978,813,878	2012
-4.74	18,233,491,417	53.0	3,027,255,187	2013
-0.83	18,082,617,433	-25.2	2,263,404,594	2014

المصدر: بورصة عمان، أعداد مختلفة.

نلاحظ من الجدول أعلاه التطور الذي حصل في سوق الأسهم خلال فترة الدراسة، ولقد أظهرت البيانات التاريخية الصادرة عن بورصة عمان هذا التطور الكبير والواضح في أداء سوق الأسهم خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع حجم التداول من (2.9) مليون دينار عام 1990 ليصل الى (2.3) مليار دينار عام 2014. كما وارتفعت القيمة السوقية للأسهم من (1.3) مليار دينار عام 1990 الى (18) مليار دينار عام 2014.

ويبين الجدول (3-4) أيضاً التطور الذي حصل في حجم التداول للأسهم، حيث ارتفع حجم التداول بنسب مختلفة، في حين أن قيمة التداول قد بلغت منتهاها خلال فترة الدراسة في عام 2008 ووصلت الى (20.3) مليار دينار مقارنة مع (12.4) مليار دينار في عام 2007 بنسبة ارتفاع مقدارها 64.5%. لكن نجد أن أكبر نسبة ارتفاع وصل إليه السوق كانت في عام 2005 حيث بلغت قيمة التداول (16.9) مليار دينار مقارنة مع (3.8) مليار دينار في عام 2004 بنسبة ارتفاع وصلت الى 344.8%، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى تنويع الاستثمارات من قبل الأردنيين والتوجه نحو استثمارات بديلة للاستثمارات العقارية، إضافة إلى الارتفاع الكبير في الاستثمارات الأجنبية المباشرة في البورصة (قصراوي، 2007).

كما يبين الجدول القيم السوقية بالدينار الأردني، ونلاحظ أنه أيضاً هناك ارتفاعاً متفاوت النسب للقيم السوقية، حيث وصلت أقصاها خلال فترة الدراسة الى (105%) في عام 2005 وذلك لنفس الأسباب السالف ذكرها. بينما بلغت أعلى قيمة سوقية للأسهم كانت في عام 2007 بمقدار (29.2) مليار دينار، وذلك بسبب ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

2- السندات:

يقصد بالسندات أنها أداة دين بموجب عقد بين المقرض والمقرض ويتعهد المقرض برد أصل المبلغ

مع فائدة متفق عليها في تاريخ محدد. وهناك نوعان من السندات:

أ- السندات الحكومية: وهي سندات يصدرها البنك المركزي ويديرها نيابة عن الحكومة.

ب- إسناد القرض: وهي السندات التي تقوم الشركات بإصدارها وتتولى إدارتها بنفسها.

وبالمقارنة ما بين سوق الأسهم وسوق السندات في سوق بورصة عمان نجد أن سوق السندات ضعيف

نسبياً، ويوضح الجدول الآتي حجم التداول ونسبة التغير في التداول وعدد السندات المتداولة في سوق

السندات للفترة 1990-2014.

جدول (4-4) أهم مؤشرات سوق السندات في بورصة عمان

السنة	حجم التداول (دينار)	نسبة التغير في حجم التداول %	عدد السندات المتداولة	نسبة التغير في عدد السندات المتداولة %
1990	3,121,014	-85.9	198,926	-69.8
1991	1,448,874	-53.6	119,924	-39.7
1992	4,316,726	197.9	406,614	239.1
1993	4,650,449	7.7	437,965	7.7
1994	4,375,151	-5.9	437,523	-0.1
1995	12,238,519	179.7	1,223,199	179.6
1996	5,141,100	-58	514,025	-58
1997	2,008,224	-60.9	200,760	-60.9
1998	4,127,244	101.2	241,863	20.5
1999	4,097,316	0	85,432	-64.7
2000	7,234,782	76.6	197,626	131.3
2001	7,223,212	-0.2	88,959	-55
2002	9,688,903	34.1	49,354	-44.5
2003	11,376,928	17.4	72,258	46.4
2004	6,031,856	-47.0	10,355	-85.7
2005	3,135,705	-48.0	3,354	-67.6
2006	1,868,010	-40.4	1,225	-63.5
2007	3,799,874	103.4	1,580	29.0
2008	605,819	-84.1	417	-73.6
2009	2,529,800	317.6	761	82.5
2010	140,175	-94.5	140	-81.6
2011	555,039	296.2	600	328.6
2012	0	-100.0	0	-100.0
2013	2,039,728	-	2,058	-
2014	20,000	-99.0	20	-99.0

المصدر: بورصة عمان، اعداد مختلة.

من الملاحظ أن حجم التداول في السندات في بورصة عمان ضعيف نسبياً بالمقارنة مع سوق الأسهم، وكما يبين الجدول (4-4) أعلاه، فإن قيمة التداول بالسندات بلغت منتهاها في عام 1995 حيث بلغت (12.2) مليار دينار، وبلغت أعلى نسبة ارتفاع في العام 2009 حيث بلغت 317.6% وذلك بسبب الأزمة العالمية التي اجتاحت العالم قبل تلك الفترة وخلالها. حيث لجأ المستثمرون الى هذا السوق لانعدام مخاطره وعوائده المضمونة.

4-2-3 الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان:

إن التطور الذي حصل في بورصة عمان خلال السنوات الماضية يعزى إلى عوامل عدة، ولعل الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان أحد أهم هذه العوامل وذلك نتيجة عظم هذه الاستثمارات الأجنبية (من غير الأردنيين) حيث بلغ صافي استثماراتهم في بورصة عمان حوالي (22.2) في عام 2014 كما هو مبين في الجدول الآتي:

جدول (4-5) تعاملات غير الأردنيين في بورصة عمان (دينار)

السنة	قيمة الاسهم المشتراه	قيمة الأسهم المباعة	صافي الاستثمار
1996	26,445,212	17,923,594	8,521,618
1997	100,499,724	43,735,612	56,764,112
1998	204,989,118	82,382,672	122,606,446
1999	94,277,777	78,806,529	15,471,248
2000	53,015,845	64,848,920	(11,833,075)
2001	104,486,389	211,990,826	(107,504,437)
2002	233,384,182	232,501,490	882,692
2003	281,085,270	199,195,647	81,889,623
2004	380,336,550	311,379,947	68,956,603
2005	2,152,280,127	1,739,264,534	413,033,593
2006	1,995,091,126	1,814,482,149	1,820,608,977
2007	2,825,297,394	2,359,041,344	466,256,050
2008	4,219,835,534	3,910,020,354	309,815,180
2009	2,135,432,525	2,139,209,460	(3,776,965)
2010	1,036,593,054	1,051,190,924	(14,597,870)
2011	555,793,367	477,177,035	78,616,333
2012	322,947,640	285,297,250	37,650,390
2013	939,494,132	792,633,933	146,860,199
2014	362,693,768	384,847,326	22,153,558

المصدر: بورصة عمان، اعداد مختلفة.

ويبين الجدول (4-5) تذبذب صافي الاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان ولكنها أظهرت ارتفاعاً

ملحوظاً في بعض السنوات، حيث بلغت في عام 2006 حوالي 2 مليار دينار، وهذا التذبذب في صافي

الاستثمارات الأجنبية يعكس مرونة سوق بورصة عمان إذ إن بعض الأسواق العربية الأخرى لا تسمح بدخول المستثمرين الأجانب إلى أسواقها أو أن دخولهم يكون مقيداً.

الفصل الخامس

منهجية الدراسة والتحليل القياسي

سوف يتم في هذا الفصل استعراض منهجية الدراسة المستخدمة، مبتدأً بالتعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة مروراً بالنماذج القياسية المستخدمة لتحديد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في الدراسة، وتحديد اتجاه العلاقات السببية بين هذه المتغيرات، وصولاً إلى نتائج التحليل القياسي بغية استقصاء أثر تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج على أداء سوق المال الأردني، علماً بأنه تم أخذ متغيرات أداء بورصة عمان واجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة كمؤشرات على أداء سوق المال الأردني.

5-1 متغيرات الدراسة:

استناداً إلى النظرية الاقتصادية وبعد الاطلاع على الدراسات السابقة، فقد اشتملت الدراسة على المتغيرات الآتية:

❖ المتغيرات التابعة:

1- حجم التداول الحقيقي (RVOT): يعرف على أنه قيمة الأسهم التي تم تداولها في سوق التداول مقيمة بالأسعار الثابتة (مليون دينار) خلال فترة زمنية معينة، حيث يعتبر من المؤشرات القوية على أداء السوق إضافة إلى أنه متذبذب أحياناً.

2- المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP): هو عبارة عن مقياس للمستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة

في سوق بورصة عمان النظامية مرجحاً بالقيم السوقية (نقطة).

3- معدل دوران السهم (TOR): يعرف على أنه خارج قسمة عدد الأسهم المتداولة على عدد الأسهم المصدرة خلال مدة زمنية محددة (مرة).

4- اجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة (BD): هي اجمالي النقود المودعة لدى البنوك المرخصة في الاردن من قبل شخص ما (طبيعي او معنوي)، وتشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل وودائع التوفير.

❖ المتغيرات المستقلة:

1- تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج الحقيقية (RRE): هي السلع والأصول المالية المحولة من الأردنيين العاملين في الخارج خلال فترة زمنية محددة مقيمة بالأسعار الثابتة (مليون دينار).

2- عرض النقد الحقيقي (RMS_2): هي كمية النقود بالأسعار الثابتة المتداولة في أيدي الناس إضافة الى الودائع تحت الطلب والتوفير والودائع لأجل.

3- سعر الفائدة الحقيقي (INT): هي الوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض والسلف خلال مدة زمنية محددة مخصصاً منه التضخم خلال تلك المدة.

4- الاستثمار الأجنبي المباشر الحقيقي (RFDI): هو صافي تدفقات الأموال الأجنبية نحو امتلاك أصول إنتاجية في الاقتصاد المحلي مقيمة بالأسعار الثابتة (مليون دينار).

5-2 مصادر البيانات:

تم الاعتماد على النشرات الإحصائية لبورصة عمان في الحصول على البيانات السنوية للمتغيرات التالية: حجم التداول، معدل دوران السهم، المؤشر العام لأسعار الأسهم. بينما تم الاعتماد على قاعدة بيانات البنك المركزي الأردني في الحصول على البيانات السنوية لكل من: عرض النقد بمفهومه الواسع، سعر الفائدة، تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج واجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة. أما بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر فتم الحصول عليها من صندوق النقد الدولي.

وقد تم احتساب سعر الفائدة الحقيقي بعد خصم التضخم من القيمة الاسمية لسعر الفائدة، أما حجم التداول الحقيقي وعرض النقد الحقيقي واجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة وتحويلات العاملين الأردنيين الحقيقية والاستثمار الأجنبي المباشر الحقيقي فتم احتسابهم اعتماداً على القاعدة:

$$\text{Real value} = \frac{\text{nominal value}}{\text{C.P.I}}$$

حيث أن C.P.I: الرقم القياسي لأسعار المستهلك⁵

5-3 النموذج القياسي:

بالاطلاع على الدراسات السابقة وتسجماً مع النظرية الاقتصادية فإنه تم صياغة النماذج التالية:

$$\text{RVOT} = F (\text{RRE}, \text{RMS}_2, \text{INT}, \text{RFDI})$$

$$\text{SP} = F (\text{RRE}, \text{RMS}_2, \text{INT}, \text{RFDI})$$

⁵. يعتبر مؤشر رئيس للتضخم.

$$TOR=F (RRE, RMS2, INT, RFDI)$$

$$RBD = F (RRE, RMS2, INT, RFDI)$$

حيث تم أخذ جميع المتغيرات بالصيغة اللوغاريتمية، بعد إضافة (30 مليون دينار) الى جميع قيم الاستثمار الأجنبي المباشر وكذلك إضافة (10%) إلى جميع بيانات سعر الفائدة الحقيقي، وعلى ذلك يكون النموذج نموذجاً لوغاريتمياً (log-log).

4-5 الاختبارات الأولية:

قبل إجراء أي تحليل قياسي لابد من إجراء بعض الاختبارات الأولية للوصول إلى نتائج أكثر دقة و أعلى مصداقية، ومن هذه الاختبارات الأولية:

1-4-5 اختبارات جذور الوحدة (Unit Roots Tests):

يعد استقرار السلاسل الزمنية من أهم المواضيع في التطبيقات التي تعتمد على بيانات زمنية كالمواضيع الاقتصادية مثلاً، حيث أن الاستدلال في حالة غياب الاستقرار للمتغيرات يؤدي إلى نتائج غير واقعية ومضللة، أي أنها تؤدي إلى انحذارات زائفة (Spurious Regression)، وهناك العديد من الطرائق المستخدمة في اختبار استقرارية المتغيرات، ويعتبر اختبار جذر الوحدة من أكثر الطرق استخداماً وشيوعاً في اختبار الاستقرارية للمتغيرات، حيث يهدف إلى فحص السلسلة الزمنية لكل متغير من المتغيرات خلال الفترة الزمنية للملاحظات ثم يقوم بالتأكد من مدى استقرارها ويحدد رتبة التكامل لكل منها. أي أنه إذا استقرت السلسلة الزمنية عند المستوى تكون متكاملة من الرتبة الصفرية (Integrated of order 0) I(0).

أما إذا استقرت بعد أخذ الفرق الأول فإنها تكون متكاملة من الرتبة الأولى أي $I(1)$ وهكذا. ونقول أن السلسلة الزمنية X_t متكاملة من درجة معينة (L) إذا استقرت بعد أخذ الفرق (L) .

بشكل عام نقول أن السلسلة الزمنية X_t ساكنة (مستقرة) بشكل تام (strictly stationary) عندما يكون:

1- وسطها الحسابي ثابتاً: أي أن توقع السلسلة الزمنية يساوي الوسط الحسابي للمجتمع. $E(X_t) = \mu$

2- تباينها ثابتاً. $Var(X_t) = \sigma^2$

3- الارتباط المشترك بين X_t, X_{t+k} يعتمد على k فقط، وهذا يعني أن:

$$Y_k = cov(X_t, X_{t+k}) = E[(X_t - \mu)(X_{t+k} - \mu)] \quad , \quad k=1,2,3,\dots,T$$

(Gujarati,2004) وللقيام باختبار سكون السلاسل الزمنية ومعرفة درجة تكاملها تم استخدام

إختبارين هما: إختبار ديكي - فوللر الموسع (Augmented Dickey - Fuller test - ADF) وإختبار فيليبس بيرون (Phillips And Perron P-P).

إختبار ديكي - فوللر الموسع (Augmented Dickey - Fuller test - ADF):

يعتبر إختبار ديكي - فوللر من أشهر الإختبارات المستخدمة في الكشف عن استقرارية السلسلة الزمنية

للمتغيرات وتحديد درجة تكاملها، ويقوم هذا الإختبار على فرضية مفادها أن السلاسل الزمنية متولدة من

عملية الإنحدار الذاتي. وللتأكد من مدى الاستقرارية للسلاسل الزمنية يقوم هذا الإختبار على إجراء مايلي:

$$1- \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + U_t$$

$$2- \Delta Y_t = C + \lambda Y_{t-1} + U_t$$

$$3- \Delta Y_t = C + \beta t + \lambda Y_{t-1} + U_t$$

إذا كان الخطأ (U_t) في الصيغ السابقة يعاني من مشكلة Autocorrelation فإن إختبار DF

يصححه بإضافة عدد من الفروق المبطأه إلى المعادلات وتصبح على الشكل

$$\Delta Y_t = C + \beta t + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{\rho-1} \alpha_i \Delta Y_t + U_t$$

عندها يسمى اختبار ديكي - فوللر باختبار ديكي - فوللر الموسع (augmented dickey - ADF) - fuller).

ويعتمد القرار في الصيغ السابقة على القيمة المحسوبة ومقارنتها بالقيمة الجدولية لاختبار DF، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (بالمطلق) فإننا نرفض الفرضية الصفرية (التي تفترض وجود جذر الوحدة) وهذا يدل على عدم وجود جذر الوحدة، أي أن هذه السلسلة الزمنية مستقرة. أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية (بالمطلق) فإننا نقبل الفرضية الصفرية وتكون السلسلة الزمنية غير مستقرة، وعليه نقوم باختبار الاستقرارية عند الفرق الأول وإذا كان غير مستقر نكرر على فروقات من درجة أعلى..... وهكذا.

اختبار فيليبس بيرون (Phillips – perron):

يعد هذا الاختبار كذلك من أشهر الاختبارات المستخدمة لاختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية، ويعتمد هذا الاختبار في تقديره على المعادلات المستخدمة في اختبار ديكي - فولر إلا أنه يختلف عنه بعدم احتوائه على قيم تباطئية للفروق وطرق معالجة وجود الاختبار الذاتي من الدرجات العليا، حيث يقوم هذا الاختبار بطرق معالجة غير معلمية للمعلمة (λ) في حالة وجود الارتباط الذاتي.

2-4-5 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test):

إن وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Serial correlation) لحد الخطأ يؤدي إلى نتائج مضللة وغير حقيقية، لذلك من الضروري إيجاد طريقة لإلغاء هذه المشكلة، وتعد إيجاد عدد فترات التباطؤ مناسبة للمتغيرات أنجع الطرق، وسوف يتم استخدام العديد من المعايير للوصول الى عدد هذه الفترات في النموذج ومن هذه المعايير:

Likelihood Ratio Test(LR), Final Prediction Error Criterion(FPE),Hannan _ Quinn Criterion(HQ), Akaike Info Criterion(ATC), Schwarz Info Criterion(SIC).

3-4-5 اختبار التكامل المشترك:

يوجد العديد من الاختبارات التي قدمت لاختبار التكامل المشترك، مثل اختبار (Johansen and Juselius,1990) واختبار (Engle and Granger,1987)، حيث أن الاختبار الأخير يستعمل في

النماذج التي تتكون من متغيرين فقط أحدهما مستقلاً والآخر تابعاً، بينما يستعمل الاختبار الأول في النماذج المتعددة المتغيرات (متغيرين فأكثر). وكلاهما يتطلب أن تكون جميع المتغيرات في النموذج متكاملة عند نفس الدرجة أو الرتبة، إضافة إلى أن إجراء هذه الاختبارات يؤدي في بعض الأحيان إلى نتائج مضللة وغير حقيقية في حالة كان حجم العينة صغيراً مثلاً. ولهذا سوف يتم استخدام منهج الاختبار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (Autoregressive Distributed Lag – ARDL)، حيث تميز هذا النموذج و الذي قدم من قبل Pesaran at al.2001 بمرونته حيث يمكن استخدامه إذا كانت البيانات مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو مستقرة عند المستوى الأول $I(1)$ أو خليط بينهما (Hogue and Yusop,2010).

سوف يتم استخدام طريقة ARDL على ثلاثة مراحل، في البداية سوف يتم اختبار التكامل المشترك لكل المتغيرات التي تتكون منها الرسالة في النموذج وذلك لتصحيح الخطأ غير المقيد Unrestricted Error Correction Model(UECM)، على الصيغة التالية:

$$\Delta Y_t = \mu + \beta_t + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{j=0}^n \gamma_j \Delta X_{t-1} + a_1 Y_{t-1} + a_2 X_{t-1} + U_t$$

حيث (Y_t) : المتغير التابع، (X_t) : المتغير المستقل، (μ, γ, α, a) معاملات للمتغيرات، Δ : الفرق الأول للمتغيرات، U_t : حد الخطأ العشوائي (Baranzini et al,2003).

تكون الفرضية الصفرية على النحو الآتي:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = 0$$

لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات

مقابل الفرضية البديلة التي تتمثل ب

يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات (يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد)

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq 0$$

ولاختبار الفرضية السابقة فإنه يتم عادة استخدام اختبارات محددة كاختبار Wald Test، حيث يقوم بمقارنة قيمة F الإحصائية المحسوبة مع قيم F الجدولية ضمن الحدود الحرجة المقترحة من قبل صاحب النموذج، حيث يكون هناك جدولاً متضمناً للحدود الدنيا (LCB) والتي تفترض وجود التكامل للمتغيرات من الدرجة الصفرية (0)، وحدوداً عليا (UCB) والتي تفترض التكامل للمتغيرات من الدرجة الأولى (1)، فإذا كانت قيم F المحسوبة أكبر من UCB فإننا نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني وجود تكامل مشترك للمتغيرات. أما إذا كانت قيمة F أقل من قيمة LCB فإننا نقبل الفرضية الصفرية وهذا يعني عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وإذا وقعت قيمة F بين LCB و UCB فإننا لا نستطيع حسم النتيجة.

إذا تم برفض الفرضية الصفرية وتبين أن هناك تكاملاً مشتركاً بين المتغيرات فإننا نذهب إلى مرحلة جديدة من التقدير في الأجل الطويل، وتكون هذه المعادلة على الصورة التالية:

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

حيث (Y_t) : المتغير التابع، (X_t) : المتغير المستقل، (μ, γ, α) معاملات للمتغيرات، Δ : الفرق الأول للمتغيرات، (p, q) : فترات الإبطاء للفرق الأول، U_t : حد الخطأ العشوائي.

وعليه تكون المرونات في الأجل الطويل كما يلي:

$$Ex_i = (\sum_{i=1}^p \alpha) / (1 - \sum_{j=1}^q \gamma)$$

حيث (Ex_i) : المرونة في الأجل الطويل للمتغير X_i .

ويوجد هناك مرحلة ثالثة يتم الحصول فيها على علاقات قصيرة الأجل اعتماداً على العلاقات طويلة الأجل وتحديداً من خلال استخدام البواقي المقدره لفترة ابطاء واحدة. ويتم ذلك من خلال الصيغة:

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

حيث يعرف ECT بأنه حد لتصحيح الخطأ، ويكون على الصورة:

$$ECT_t = Y_{t-1} + \beta + \gamma X_{t-1} + U_t$$

4-4-5 اختبار كوزوم للاستقرارية (Cusum and Cusum of square stability tests)

إن معرفة التغيرات الهيكلية في سلوك النماذج لا يقل أهمية عن اختبارات الإستقرار والتكامل للبيانات، ولاختبار التغيرات الهيكلية في النماذج سوف نستخدم اختبار كوزوم (Cusum)، حيث يعد هذا الاختبار من أكثر الاختبارات شيوعاً واستخداماً، وتكون نتائج هذا الاختبار على شكل منحنى من الأخطاء في النموذج الناتجة عند تقدير الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزع (ARDL)، فإذا ظهر المنحنى ضمن الحدود

الدرجة على طول فترة الدراسة فإنه تكون معلمات هذا النموذج مستقرة عند تلك الفترة، وبالتالي يمكننا إجراء تقدير على طولها دون الحاجة الى تجزئة الفترة الى أجزاء. أما إذا خرج المنحنى عن الحدود الدرجة فإنه يستلزم تقسيم الفترة إلى فترات جزئية بحيث تكون هذه الفترات الجزئية مستقرة (Brown et al,1975).

5-5 نتائج التحليل القياسي:

في هذه الجزئية سوف يتم عرض نتائج الاختبارات التي تطرقنا اليها في الجزئيات السابقة.

5-5-1 اختبارات جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (PP،ADF):

لاختبار سكون المتغيرات تم استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع، واختبار فيليبس بيرون وكانت النتائج كما يلي:

جدول (5-1) نتائج اختبار ديكي - فولر الموسع

المتغير	قيمة t المحسوبة	القيم الجدولية عند مستوى المعنوية			
		%1	%5	%10	
LRVOT	-1.6817	-3.7529	-2.9918	-2.6387	المستوى
	-3.4185	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LSP	-1.6357	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-4.5277	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LTOR	-1.3859	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-3.8449	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LRRE	-3.0009	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-4.8624	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LRMS2	-0.5477	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-3.4129	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LRFDI	-1.7475	-3.8085	-3.0206	-2.6504	المستوى
	-4.5139	-4.5325	-3.673	-3.277	الفرق الأول
LINT	-5.5900	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-2.2623	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
LRBD	-6.9898	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول

جدول (5 - 2) نتائج اختبار فيليبس بيرون

المتغير	قيمة t المحسوبة	القيم الجدولية عند مستوى المعنوية			
		%1	%5	%10	
LRVOT	-1.5275	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-3.4185	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LSP	-1.6438	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-4.5584	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LTOR	-1.5983	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-3.8449	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LRRE	-7.9320	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-	-	-	-	-
LRMS2	-0.5405	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-3.3944	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LRFDI	-1.5265	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-7.9042	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول
LINT	-1.5265	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
	-2.1228	-3.7378	-2.9918	-2.6355	المستوى
LRBD	-7.627438	-3.7529	-2.9980	-2.6387	الفرق الأول

من خلال النتائج الواردة في جدول رقم (5-1) تبين أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة عند المستوى ولكنها ساكنة بعد أخذ الفرق الأول عند مستوى معنوية 1% بإستثناء سلسلة (LINT) مستقرة

في مستواها وكذلك (LRMS2, LRFDI) أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول عند مستوى معنوية 5%. حيث أن القيم المحسوبة ل t في إختبار ديكي- فولر أصبحت أكبر من القيم الجدولية (القيم المطلقة) بعد أخذ الفرق الأول عند مستوى المعنوية وبالتالي يكون القرار رفض الفرضية الصفرية (يوجد جذر وحدة عند الفرق الأول) وهذا يعني أن السلاسل الزمنية مستقرة عند (1)ا.

ومن الملاحظ أن النتائج التي توصلت إليها الدراسة في اختبار فيليبس بيرون هي نفس النتائج تقريبا باستثناء سلسلة (LRRE) أصبحت مستقرة في مستواها، وهذا من شأنه تدعيم المصدقية للنتائج التي حصلنا عليها في اختبار (ADF) كما يبين الجدول رقم (2-5).

2-5-5 اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection Test)

بعد إجراء الاختبارات اللازمة لاختبار تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني (LLST) تم التوصل الى أن هناك ثلاثة فترات كما أظهرت النتائج في الجداول رقم (3-5) و (4-5) (5-5).

جدول (3-5) نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

[LRVOT, LRRE, LRMS2, LRFDI. LINT]

lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3.23e-05	3.848286	4.096250	3.906698
1	153.1788	2.34e-08	-3.452661	-1.964876	-3.102184
2	14.26748	9.46e-08	-2.476978	0.250628	-1.834436
3	43.86129*	2.65e-09*	-7.514465*	-3.547038*	-6.579858*

جدول (4-5) نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

[LSP, LRRE, LRMS2, LRFDI, LINT]

lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3.24e-06	1.548346	1.796310	1.606758
1	136.6862	6.57e-09	-4.721814	-3.234029	-4.371337
2	17.95338	1.90e-08	-4.081213	-1.353607	-3.438671
3	48.82177*	2.33e-10*	-9.945447*	-5.978020*	-9.010840*

جدول (5-5) نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

[LTOR, LRRE, LRMS2, LRFDI, LINT]

lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.03e-05	2.703047	2.951011	2.761460
1	148.9632*	9.68e-09*	-4.334427	-2.846642*	-3.983950
2	14.82010	3.73e-08	-3.408982	-0.681376	-2.766440
3	26.10045	2.02e-08	-5.486330*	-1.518902	-4.551723*

جدول (6-5) نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

[LRBD, LRRE, LRMS2, LRFDI, LINT]

lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.31e-08	-3.962021	-3.714057	-3.903608
1	121.6010*	6.82e-11	-9.289354	-7.801568	-8.938876
2	15.63692	2.44e-10	-8.438164	-5.710558	-7.795622
3	35.65361	2.69e-11*	-12.10771*	-8.140279*	-11.17310*

حيث ان:

Likelihood Ratio Test(LR), Final Prediction Error Criterion(FPE),Hannan _ Quinn Criterion(HQ), Akaike Info Criterion(ATC), Schwarz Info Criterion(SIC).

3-5-5 اختبار التكامل المشترك:

في هذه الدراسة تقوم معادلة التكامل المشترك على تقدير المتغيرات المستقلة (LRRE, LRMS2, LRFDI, LINT) على أداء سوق الأردن المالي ممثلاً بمؤشرات بورصة عمان (LRVOT,LSP,LTOR).

1-3-5-5 اختبار الحدود (Bound - Test):

إن السلاسل الزمنية غير ساكنة في مستواها و أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول، وهذا يدل على أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1) مما يجعل إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة المدى واردة بشكل كبير بين المتغيرات، وللوصول الى ذلك تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) من خلال إستخدام اختبار الحدود (Bound Test) المقترح من قبل (Pasaran et al,2001).

جدول (5-7) نتائج اختبار الحدود

Models	f المحسوبة	%1		%5		%10		K=4
		I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	
LRVOT=F[LRRE,LRMS2,LRFDI,LINT]	0.9231	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRRE=F[LRVOT,LRMS2,LRFDI,LINT]	4.2405	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRMS2=F[LRVOT, LRRE,LRFDI,LINT]	1.776	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRFDI=F[LRVOT,LRRE,LRMS2,LINT]	4.3378	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LINT=F[LRVOT, LRRE,LRMS2, LRFDI]	6.2629	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LSP=F[LRRE,LRMS2,LRFDI,LINT]	2.1473	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRRE=F[LSP, LRMS2,L RFDI, LINT]	1.9121	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRMS2=F[LSP, LRRE, RFDI,LINT]	1.946	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRFDI=F[LSP, LRRE, LRMS2, LINT]	1.5756	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LINT=F[LSP, LRRE, LRMS2, LRFDI]	4.9011	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LTOR= F[LRRE,LRMS2,LRFDI,LINT]	1.8877	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRRE= F[LTOR,LRMS2,LRFDI,LINT]	4.7849	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRMS2= F[LTOR, LRRE,LRFDI,LINT]	1.1781	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	No-integration
LRFDI= F[LTOR,LRRE,LRMS2,LINT]	7.9711	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LINT= F[LTOR,LRRE,LRMS2, LRFDI]	7.8886	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRBD=F[LRRE,LRMS2,LRFDI,LINT]	4.58	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRRE=F[LRBD,LRMS2,LRFDI,LINT]	5.869	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRMS2=F[LRBD, LRRE,LRFDI,LINT]	11.234	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LRFDI=F[LRBD,LRRE,LRMS2,LINT]	4.1102	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Co-integration
LINT=F[LRBD, LRRE,LRMS2, LRFDI]	2.7055	3.74	5.06	2.86	4.01	2.45	3.52	Indecision

تشير نتائج اختبار الحدود في الجدول أعلاه إلى أن بعض المتغيرات في النماذج السابقة تمتلك علاقات طويلة الأجل من خلال مقارنة قيمة f المحسوبة مع الحدود، وبالتالي يمكن رفض الفرضية الصفرية (عدم وجود تكامل مشترك)، أي أنه يوجد علاقات تكاملية عند مستوى المعنوية.

5-3-2 تقدير المرونات في المدى الطويل:

بما أن المتغيرات أظهرت تكاملاً مشتركاً فهذا يدل على وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين هذه المتغيرات، وقد استخدمنا تقدير المرونات في المدى الطويل باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، حيث كانت النتائج كما يلي:

جدول (5-8) نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة حجم التداول الحقيقي

Dependent variable LRVOT

ARDL(1,1,0,1,0), Akaike criterion(AIC)

variables	coefficient	St. error	t- statistic	Prob.
LRRE	2.303294	1.270679	1.812649	0.0887
LRFDI	0.029700	0.325611	0.091214	0.9285
LRMS2	-0.528166	1.009327	-0.523285	0.6079
LINT	-3.574283	0.928390	-3.849978	0.0014
intercept	-9.318898	5.031528	-1.852101	0.0826
R-squared	0.921464	Mean dependent var.	2.601972	
Adjusted R-squared	0.887104	S.D. dependent var.	1.170938	
S.E.of regression	0.393435	Akaike info criterion	1.233402	
Sum squared resid.	2.476664	Schwarz criterion	1.626087	
Log likelihood	-6.800827	Hunnan – Quinn criterion	1.337582	
F – statistic	26.81814	Durbin Watson stat.	1.8091	
Prob(F- statistic) = 0.0000				

يبين الجدول (5-8) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة والمقطع في المدى الطويل، باعتبار أن حجم التداول الحقيقي مؤشراً على أداء سوق المال الأردني، ونلاحظ أن نموذج (ARDL) المستخدم من برمجية EViews 9 حدد فترة تباطؤ هي (1,1,0,1,0). كما ويتضح من خلال النتائج أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (92.15%) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر (92.15%) من التغير في حجم التداول الحقيقي في متوسطها. كما تشير النتائج إلى أن معاملات كل من: حجم تحويلات العاملين الحقيقية، سعر الفائدة الحقيقي، المقطع. مقبولة إحصائياً، أما معاملات كل من: عرض النقد الحقيقي بمفهومه الواسع و الاستثمار الأجنبي المباشر الحقيقي فإنهما غير مقبولين إحصائياً.

وبما أن النموذج بني بالصيغة اللوغاريتمية فإن جميع المعاملات تمثل مرونة في المدى الطويل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، في حين أظهرت النتائج أن مرونة حجم التحويلات الحقيقي طردية أي أن زيادة 1% في التحويلات تؤدي إلى زيادة حجم التداول الحقيقي بنسبة 2.3% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، كما أن مرونة سعر الفائدة الحقيقية عكسية مع حجم التداول الحقيقي حيث إن أي زيادة بمقدار 1% في سعر الفائدة يؤدي إلى نقصان حجم التداول الحقيقي بنسبة 3.57% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه يمكن كتابة معادلة حجم التداول الحقيقي في المدى الطويل على النحو الآتي:

$$LRVOT = -9.318898 + 2.3032 LRRE + 0.0297 LRFDI - 0.52816 LRMS2 - 3.57428 LINT \dots (1)$$

جدول (5-9) نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم

Dependent variable LSP

ARDL(3,1,2,0,0), Akaike criterion(AIC)

variables	coefficient	St. error	t- statistic	Prob.
LRRE	2.330524	1.182157	1.971417	0.0744
LRFDI	-0.273665	0.188283	-1.453479	0.1740
LRMS2	1.132115	0.278314	4.067759	0.0019
LINT	-0.522784	0.234912	-2.225444	0.0479
intercept	-4.365051	3.360491	-1.298932	0.2205
R-squared	0.952556	Mean dependent var.	8.001832	
Adjusted R-squared	0.909426	S.D. dependent var.	0.628995	
S.E.of regression	0.189299	Akaike info criterion	-0.184121	
Sum squared resid.	0.394177	Schwarz criterion	0.361401	
Log likelihood	13.02533	Hunnan - Quinn criterion	-0.055612	
F - statistic	22.08539	Durbin Watson stat.	2.551595	
Prob(F- statistic) = 0.000007				

يبين الجدول (5-9) المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة والمقطع في المدى الطويل، باعتبار أن المؤشر العام لأسعار الأسهم مؤشراً على أداء سوق المال الأردني، ونلاحظ من خلال النتائج أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر مانسبته 95.26% من التغير في المؤشر العام لأسعار الأسهم، إضافة إلى أن أغلب المتغيرات المستقلة مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية متنوعة، نلاحظ أن تحويلات العاملين الأردنيين الحقيقية مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية 10% بينما عرض النقد الحقيقي مقبول عند مستوى معنوية 1%، أما سعر الفائدة مقبول عند 5%، كما تشير النتائج إلى أن معاملات كلاً من تحويلات العاملين وعرض النقد أظهرت مرونة ايجابية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث إن أي زيادة بمقدار 1% في تحويلات العاملين الأردنيين الحقيقية وعرض النقد الحقيقي بمفهومه الواسع تؤدي إلى زيادة بنسبة 2.33%، 1.13% على التوالي في قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، ويمكن كتابة معادلة المؤشر العام في المدى الطويل على النحو الآتي:

$$LSP = -4.365051 + 2.3305LRRE - 0.27366LRFDI + 1.1321 LRMS2 - 0.52278 LINT \dots\dots(2)$$

جدول (5-10) نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة معدل دوران السهم

Dependent variable LTOR

ARDL(3,0,2,1,0), Akaike criterion(AIC)

variables	coefficient	St. error	t- statistic	Prob.
LRRE	6.319698	2.427223	2.603674	0.0245
LRFDI	-0.864295	0.354716	-2.436582	0.0330
LRMS2	1.221990	0.656634	1.860992	0.0897
LINT	-1.098441	0.490164	-2.240967	0.0466
intercept	-20.856718	7.254030	-2.875191	0.0151
R-squared	0.944488	Mean dependent var.	3.661289	
Adjusted R-squared	0.894022	S.D. dependent var.	0.699634	
S.E.of regression	0.227760	Akaike info criterion	0.185805	
Sum squared resid.	0.570621	Schwarz criterion	0.731326	
Log likelihood	8.956144	Hunnan – Quinn criterion	0.314313	
F – statistic	18.71551	Durbin Watson stat.	2.206953	
Prob(F- statistic) = 0.000017				

ومن خلال النتائج الواردة في الجدول (5-10) نلاحظ أن نموذج (ARDL) المستخدم حدد فترة تباطؤ (3, 0, 2, 1, 0)، و أوضحت النتائج أن قيمة معامل التحديد بلغت (94.45%) وهذا يدل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر ما نسبته 94.45% من التغير في معدل دوران السهم، ومن الملاحظ أن النموذج مقبولاً إحصائياً بالاعتماد على احتمالية F (اقل من 1%، 5%، 10%) وأن قيمة D-W قريبة من العدد 2 وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، والأهم من هذا ان جميع المعاملات في النموذج مقبولة إحصائياً، وتمثل مروونات في المدى الطويل حيث أظهرت النتائج أن كل من: تحويلات العاملين وعرض النقد الحقيقي له أثراً إيجابياً على معدل دوران السهم، حيث إن الزيادة بمعدل 1% في التحويلات وعرض النقد تؤدي إلى زيادة معدل دوران السهم بنسبة 6.32%، 1.22% على الترتيب مع بقاء العوامل الأخرى

ثابتة. بينما أظهرت النتائج أن الاستثمار الأجنبي المباشر الحقيقي و سعر الفائدة الحقيقي لهما أثر سلبي على معدل دوران السهم، حيث إن الزيادة بنسبة 1% في الاستثمار الأجنبي وسعر الفائدة يؤدي الى نقصان معدل دوران السهم بنسبة 0.86% و 1.098% على الترتيب مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. ويمكن كتابة معادلة معدل دوران السهم في المدى الطويل كما يلي:

$$LTOR = -20.8567 + 6.3197LRRE - 0.86429LRFDI + 1.22199LRMS2 - 1.09844LINT.....(3)$$

جدول (11-5) نتائج المروونات في المدى الطويل لمعادلة اجمالي الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة

Dependent variable LRBD

ARDL(3,3,3,3,3), Akaikecriterion(AIC)

variables	coefficient	St. error	t- statistic	Prob.
LRRE	0.083690	0.020844	4.015142	0.0568
LRMS2	0.906836	0.012590	72.028900	0.0002
LINT	0.089068	0.008027	11.095884	0.0080
LRFDI	-0.003124	0.006526	-0.478653	0.6794
intercept	0.442675	0.089319	4.956099	0.0384
R-squared	0.999873	Mean dependent var.	4.792766	
Adjusted R-squared	0.998670	S.D. dependent var.	0.355897	
S.E.of regression	0.012978	Akaike info criterion	-6.430798	
Sum squared resid.	0.000337	Schwarz criterion	-5.438941	
Log likelihood	90.73877	Hunnan – Quinn criterion	-6.197146	
F – statistic	831.0523	Durbin Watson stat.	3.109399	
Prob(F- statistic) = 0.001202				

ومن خلال النتائج الواردة في الجدول (11-5) نلاحظ أن نموذج (ARDL) المستخدم حدد فترة تباطؤ (3,3,3,3,3)، و أوضحت النتائج أن قيمة معامل التحديد بلغت (99.98%) وهذا يدل على أن المتغيرات

المستقلة مجتمعة تفسر مانسبته 99.98% من التغير في اجمالي الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة، ومن الملاحظ أن النموذج مقبولاً إحصائياً بالاعتماد على احتمالية F (اقل من 1%، 5%، 10%) وأن جميع المعاملات في النموذج مقبولة إحصائياً باستثناء الاستثمار الاجنبي المباشر الحقيقي، وتمثل مروونات في المدى الطويل حيث أظهرت النتائج أن كل من: تحويلات العاملين وعرض النقد الحقيقي سعر الفائدة الحقيقي له أثراً إيجابياً في اجمالي الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة ، حيث إن الزيادة بمعدل 1% في التحويلات وعرض النقد وسعر الفائدة الحقيقي تؤدي إلى زيادة اجمالي الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة بنسبة 0.084%، 0.906%، 0.089% على الترتيب مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. بينما أظهرت النتائج أن الاستثمار الأجنبي المباشر الحقيقي غير مقبول احصائياً، ويمكن كتابة معادلة اجمالي الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة في المدى الطويل كما يلي:

$$LRBD = 0.442675 + 0.083690LRRE - 0.003124LRFDI + 0.906836LRMS2 - 0.089068LINT \dots\dots(3)$$

5-3-3-5 تقدير المروونات في المدى القصير:

لايوجد تفسيرات كثيرة للمعاملات في المدى القصير لأن المتغيرات أظهرت تكاملاً مشتركاً ومروونات في المدى الطويل، إلا أنه يتم تقدير المروونات في المدى القصير بهدف متابعة معامل حد تصحيح الخطأ (-1) Coint Eq).

نتائج تقدير المروونات كانت كما يلي:

جدول (5 - 12) نتائج المرونة في المدى القصير لمعادلة حجم التداول الحقيقي

Dependent var. D(LRVOT)

variable	coefficient	Std- error	t- statistic	probability
D(LRVOT(-1))	0.266156	0.184529	1.442358	0.1771
D(LRVOT(-2))	0.245999	0.219607	1.120176	0.2865
D(LRRE)	2.043967	1.690438	1.209135	0.2520
D(LRFDI)	-0.085622	0.170077	-0.503432	0.6246
D(LRFDI(-1))	0.272064	0.139360	1.952237	0.0768
D(LRMS2)	9.172488	3.663922	2.503461	0.0293
D(LINT)	-1.526254	0.449285	-3.397076	0.0060
CointEq(-1)	-0.506137	0.141246	-3.583372	0.0043

جدول (5 - 13) نتائج المرونة في المدى القصير لمعادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم

Dependent var.D(LSP)

variable	coefficient	Std- error	t- statistic	probability
D(LSP(-1))	0.390521	0.222280	1.756891	0.1067
D(LSP(-2))	0.977212	0.284783	3.431433	0.0056
D(LRRE)	0.238640	0.927953	0.257168	0.8018
D(LRFDI)	-0.179890	0.117203	-1.534855	0.1531
D(LRFDI(-1))	0.111190	0.066808	1.664312	0.1242
D(LRMS2)	1.006362	0.331082	3.039619	0.0113
D(LINT)	-0.464714	0.250577	-1.854578	0.0906
CointEq(-1)	-0.888921	0.220286	-4.035300	0.0020

جدول (5-14) نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة معدل دوران السهم

Dependent var, D(LTOR)

variable	coefficient	Std- error	t- statistic	probability
D(LTOR(-1))	0.098653	0.165230	0.597064	0.5626
D(LTOR(-2))	0.274936	0.177667	1.547475	0.1500
D(LRRE)	3.089738	0.953097	3.241787	0.0078
D(LRFDI)	-0.260915	0.106257	-2.455515	0.0319
D(LRFDI(-1))	0.183998	0.083661	2.199338	0.0501
D(LRMS2)	5.746178	2.119022	2.711713	0.0202
D(LINT)	-0.537034	0.256359	-2.094850	0.0601
CointEq(-1)	-0.488906	0.129068	-3.787986	0.0030

جدول (5 - 15) نتائج المرونات في المدى القصير لمعادلة اجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة

Dependent var.D(LRBD)

variable	coefficient	Std- error	t- statistic	probability
D(LRBD(-1))	1.903188	0.993497	1.915645	0.1955
D(LRBD(-2))	0.699332	0.438384	1.595249	0.2517
D(LRRE)	0.236331	0.175191	1.348994	0.3098
D(LRRE(-1))	-0.107294	0.144966	-0.740134	0.5363
D(LRRE(-2))	0.100300	0.082244	1.219541	0.3469
D(LRMS2)	1.192003	0.162345	7.342410	0.0180
D(LRMS2(-1))	-0.881698	0.484875	-1.818405	0.2106
D(LRMS2(-2))	-0.896245	0.566337	-1.582530	0.2544
D(LINT)	0.060824	0.017981	3.382754	0.0774
D(LINT(-1))	-0.120976	0.048826	-2.477724	0.1315
D(LINT(-2))	-0.056234	0.024429	-2.301931	0.1480
D(LRFDI)	0.012089	0.014582	0.828981	0.4943
D(LRFDI(-1))	0.004146	0.006870	0.603466	0.6075
D(LRFDI(-2))	0.023696	0.006573	3.605295	0.0691
CointEq(-1)	-4.043674	1.418732	-2.850203	0.1042

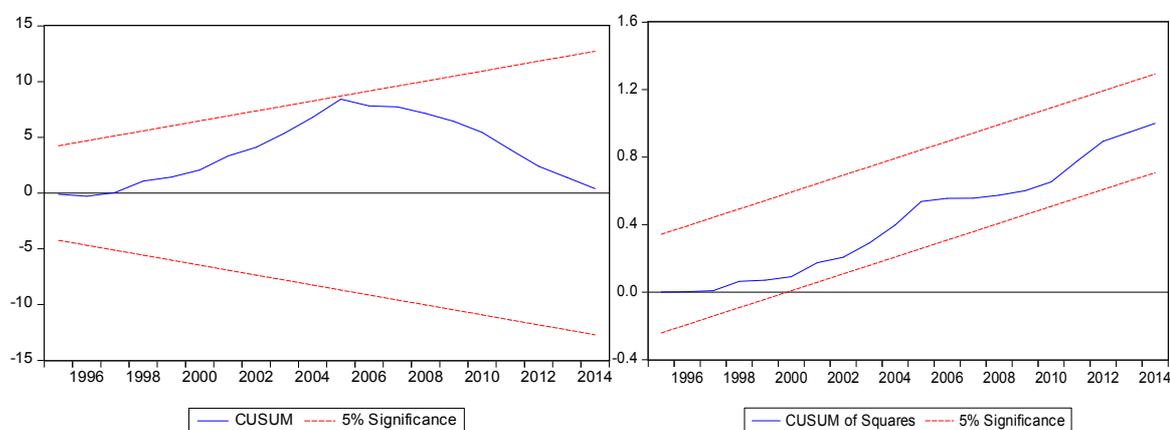
بعد الاطلاع على نتائج تقدير المرونة في الأجل القصير فقد أشارت جميع النتائج إلى أن النماذج الاربعة تقترب من نماذجها في المدى الطويل من خلال قيمة معامل حد تصحيح الخطأ (لانه سالباً)، وتدل قيمته المطلقة على نسبة الاختلال في توازن الفترة السابقة التي يتم تصحيحها في فترة لاحقة عند حدوث صدمات في متغيرات الدراسة المستقلة من شأنها التأثير على المتغيرات التابعة، وقد كانت هذه النسبة 50.6% في معادلة حجم التداول و 88.9% في معادلة المؤشر العام لأسعار الأسهم و 48.9% في معادلة معدل دوران السهم و 404% في معادلة حجم الودائع.

4-5-5 اختبار كوزوم للاستقرارية:

بعد إجراء اختبار (CUSUM AND CUSUM of squares test) تبين ومن خلال النتائج أنه لاداعي لتقسيم فترة الدراسة الى فترات جزئية.

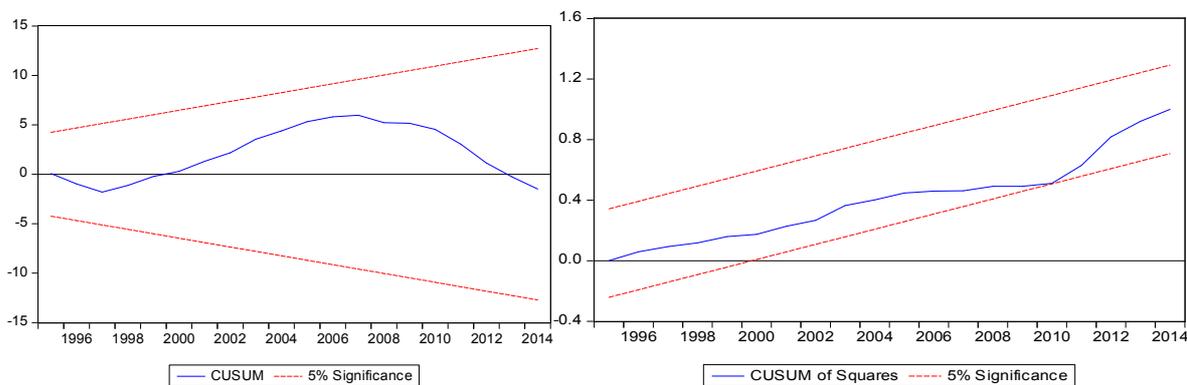
الشكل (1-5)

Cusum and cusum of squares test [LRVOT, LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT]



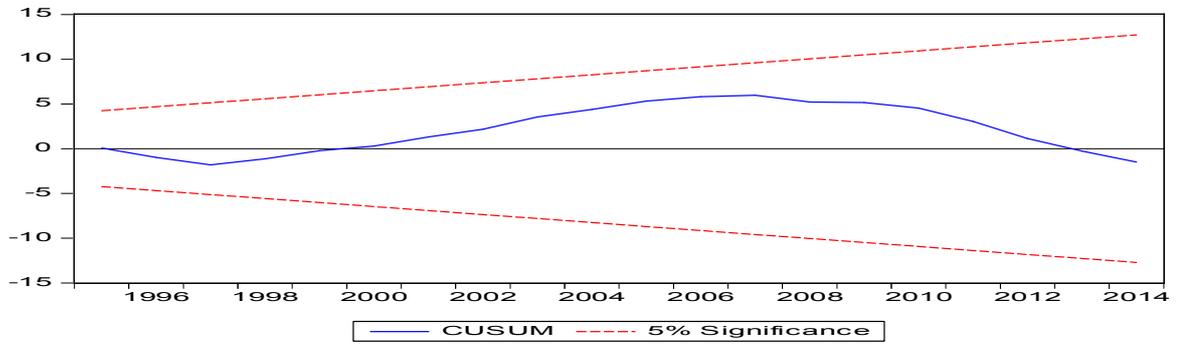
الشكل (2-5)

Cusum and Cusum of squares test [LTOR, LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT]



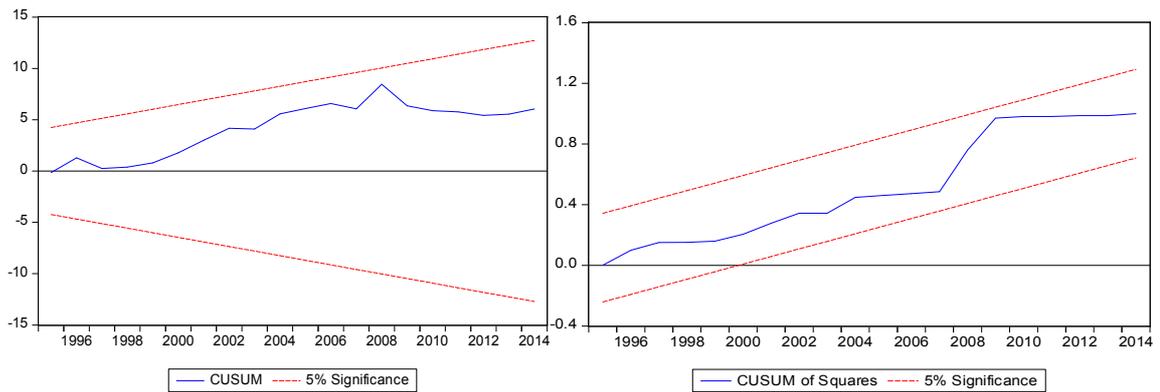
الشكل (3-5)

CUSUM [LTOR, LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT]



الشكل (4-5)

Cusum and Cusum of squares test [LRBD, LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT]



5-5-5 الاختبارات التشخيصية:

للتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية (الارتباط الذاتي، عدم ثبات تباين الخطأ)، تم إجراء الاختبارات التشخيصية المناسبة كما هو مبين في الجدول (5-16):

جدول (5-16) نتائج الاختبارات التشخيصية

equations	test	Test statistic	Prob.
LRVOT= F(LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT)	Serial correlation test	F- Cal.=3.95	5.87%
	Heteroskedasticity test	F- Cal.=0.53	83.70%
LSP = F(LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT)	Serial correlation test	F- Cal.=12.1	19.9%
	Heteroskedasticity test	F- Cal.=0.20	98.94%
LTOR = F(LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT)	Serial correlation test	F- Cal.=3.24	8.4%
	Heteroskedasticity test	F- Cal.=1.53	24.75%
LRBD= F(LRRE, LRFDI, LRMS2, LINT)	Serial correlation test	F- Cal.=8.99	5.40%
	Heteroskedasticity test	F- Cal.=0.10	99.88%

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيم الإحتمالية ل F أكبر من 5% في النماذج الثلاثة لكلا الاختبارين، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية (عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، وجود ثبات تباين للأخطاء).

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

6-1 النتائج:

بناءً على نتائج التحليل القياسي لاستقصاء أثر تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج على أداء سوق الأردن المالي للفترة (1990-2014):

1- أظهرت الدراسة أن جميع متغيرات الدراسة ساكنة عند الفرق الأول باستثناء سعر الفائدة الحقيقي ساكنة في مستواها، من خلال إختبار السكون (ADF)، بينما جميع المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول عند استخدام اختبار فيليبس بيرون باستثناء تحويلات العاملين الأردنيين الحقيقية حيث كانت ساكنة في مستواها.

2- أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وجود علاقات تكاملية في الأجلين الطويل والقصير باستخدام إختبار الحدود، وإن تحويلات العاملين الحقيقية لها أثراً إيجابياً على حجم التداول الحقيقي، حيث إن أي ارتفاع في التحويلات بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع حجم التداول الحقيقي بنسبة 2.3032%.

3- أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وجود علاقات تكاملية في الأجلين الطويل والقصير باستخدام إختبار الحدود، وإن تحويلات العاملين الحقيقية لها أثراً إيجابياً على المؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث إن أي ارتفاع في التحويلات بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للأسهم بنسبة 2.3305%.

4- أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وجود علاقات تكاملية في الأجلين الطويل والقصير باستخدام إختبار الحدود، وإن تحويلات العاملين الحقيقية لها أثراً إيجابياً على معدل دوران السهم، حيث إن أي ارتفاع في التحويلات بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع معدل دوران السهم بنسبة 6.3197%.

5- - أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وجود علاقات تكاملية في الأجلين الطويل والقصير باستخدام إختبار الحدود، وإن تحويلات العاملين الحقيقية لها أثراً إيجابياً على حجم الودائع الحقيقية لدى البنوك المرخصة، حيث إن أي ارتفاع في التحويلات بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع معدل دوران السهم بنسبة 0.0837%.

6-2 التوصيات:

في ضوء النتائج المستخلصة، توصي الدراسة بما يأتي:

1- إعادة النظر في السياسات والإجراءات التي من شأنها التأثير على تحويلات العاملين في الخارج عبر القنوات الرسمية، من أجل حصر حوالات العاملين الأردنيين ورسم الخطط الواضحة لإدارتها وتوجيهها الوجهة الصحيحة.

2- العمل على تطوير القطاع المالي بما فيه بورصة عمان، والإفصاح عن المعلومات المالية لما لها من أثر كبير على ثقة المستثمرين بما فيهم العاملين الأردنيين في الخارج، والعمل على إزالة المعوقات التي تحد من إقبال العاملين الأردنيين في الخارج على الاستثمار في السوق المالي الأردني والتوجه إلى الأسواق المالية العالمية.

3- ضرورة الاهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة السوق المالي، لأن كفاءة الاسواق المالية وتنظيمها ذات اثر ايجابي على النمو الاقتصادي والتنمية، ومن بين الامور التي تزيد في كفاءة السوق المالي: تشديد الرقابة على الشركات المدرجة، والالتزام بمعايير الافصاح وفق المعايير الدولية، وعدم تأخير القوائم المالية اللازمة، وتقديم كافة المعلومات اللازمة والضرورية التي تفيد المستثمرين وتزيد من ثقتهم في السوق، وزيادة الوعي الاستثماري للمستثمرين انفسهم وغيرها.

3- توفير المناخات الاستثمارية المناسبة للعاملين الأردنيين في الخارج وعدم النظر إلى تحويلاتهم كمصدراً للعملة الأجنبية في المدى القصير، لأنها تشكل خطورة واضحة بسبب التقلبات الحاصلة فيها وتأثرها بشكل كبير بالأزمات الاقتصادية والمالية والسياسية وخصوصاً أسعار النفط العالمية، لذلك يجب التنوع في الاعتماد على مصادر العملة الأجنبية.

4- العمل على دراسة أسواق العمل العالمية التي من شأنها استقطاب العمالة الأردنية، وإعداد هذه العمالة وتجهيزها بالمهارات والخبرات اللازمة والتي تتطلبها هذه الأسواق، إضافة إلى تسهيل انتقالهم إلى العمل في هذه الأسواق من خلال اتفاقات حكومية.

قائمة المراجع والمصادر:

أولاً: المراجع والمصادر العربية

1. ايسرون، جينيفر، (2015)، اعداد استراتيجية لتحويل الأموال: إرشادات موجهة للجهات المقدمة للخدمات المالية التي تراعي صالح الفقراء، البنك الدولي، 33480، رقم 10.
2. البنك الدولي، (2004)، تحويلات العاملين إلى الدول النامية.
3. البنك المركزي الأردني، (2014)، تقرير الاستقرار المالي.
4. البنك المركزي الأردني، نشرات إحصائية شهرية وتقارير سنوية، أعداد مختلفة.
5. البنوي، حربي وأبو الشعر، سليم، (1982)، حوالات العاملين في ضوء واقع هجرة الأردنيين إلى الخارج، البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث والدراسات، الأردن.
6. بورصة عمان، أعداد مختلفة.
7. بورصة عمان، التقارير السنوية، أعداد مختلفة، عمان.
8. التقرير الاقتصادي الموحد، (2006)، تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية، الفصل العاشر، 173-191.
9. جمعية البنوك في الأردن، (2014)، التقرير السنوي السادس والثلاثون.
10. حسين، عصام، (2008)، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ص 13-31، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن- عمان.
11. دائرة الإحصاءات العامة الأردنية، (2014)، الأردن بالأرقام، عمان، الأردن.

12. الرباع، محمد ابراهيم، اثر عرض النقود على اداء بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2008.
13. الزبيدي، حمزة محمود، الاستثمار في الاوراق المالية، عمان - الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2001م، ص 78.
14. زغلول، إسماعيل، (1984)، تحويلات الأردنيين وتأثيراتها على الاقتصاد الأردني، البنك المركزي الأردني، الأردن.
15. السقا، محمد، (1998)، محددات تحويلات المهاجرين العرب، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، مجلد 26 العدد 3.
16. سويلم، محمد، ادارة البنوك وبورصات الاوراق المالية، القاهرة - مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992م ، ص 346.
17. الشواورة، فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، عمان - الاردن، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، 2008م، ص 59.
18. صندوق النقد الدولي، (2005).
19. صيدم، مأمون، (2007)، تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، وحدة الدراسات والإتفاقيات الدولية، غرفة تجارة عمان، نيسان.
20. الصيرفي، محمد، (2007)، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر.
21. عبد الخالق، جودة، (1989)، الاقتصاد الدولي من المزايا النسبية إلى التبادل اللامتكافئ، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة.

22. عبد الفضيل، محمود، (1981)، النفط والوحدة العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الثالثة، بيروت.
23. عبد الفضيل، محمود، (1982)، مشكلة التضخم في الإقتصاد العربي (الجذور والمسببات - الأبعاد والسياسات)، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت.
24. الغزو، عبد الوهاب، (2011)، أثر تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج على الإقتصاد الأردني، جامعة اليرموك، رسالة ماجستير غير منشورة.
25. الفرجاني، نادر، (1988)، سعيًا وراء الرزق، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، بيروت.
26. الفيل، محمد، (1988)، هجرة الكفاءات العربية العلمية ودور مجلس التعاون الخليجي في الإفادة منها، حوليات الآداب والعلوم الإجتماعية، الحولية التاسعة، الرسالة 51، جامعة الكويت.
27. القصراوي، قصي، (2008)، أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الإقتصادي في الأردن، جامعة اليرموك، رسالة ماجستير غير منشورة.
28. مجيد، ضياء، (2005)، البورصات وأسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات)، الجامعة الإسكندرية، مصر.
29. معروف، هوشيار، (2003)، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
30. المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، (2014)، التقرير السنوي.
31. هيئة الأوراق المالية، (2007)، التقرير السنوي.

- .32. هيئة التأمين، (2007)، التقرير السنوي.
- .33. وزارة الخارجية الأردنية وشؤون المغتربين، (2014)، الأردن.
- .34. وزارة الصناعة والتجارة الأردنية، (2014) الأردن.
- .35. وزارة العمل، مديرية التعاون الدولي، نشرات شهرية، أعداد مختلفة.

1. Agarewal, Sumit.(2001). Stock Market Development and Economic Growth: preliminary Evidence from African Counties. Journal of Sustainable Development in Africa, Vol.3, No.1.
2. Aggarwal, R.(2006). The Impact of Remittances on Financial Development Sector, World Bank, 3957.
3. Baranzini, A. and Weber, S. and Bareit, M. and Mathys, N. (2003). The Causal Relationship between Energy Use and Economic Growth in Switzerland, Energy Economics, Vo. 36, PP: 460–467.
4. Basnet, H. C. and Upadhyaya, K. P. (2014). Do Remittances Attract Foreign Direct Investment?, An Empirical Investigation, Global Economy Journal, 14(1): 1–9.
5. Bayar, Y. (2015). Impact of Remittances on the Economic Growth Transitional Economies of the European Union. Economic Insights – Trends and Challenges, Vol. 4, No. 3.
6. Bhutto, S. (2013). Role of Foreign Private Investment and Remittances in Stock Market Development, Nice Research Journal, Vol. 4.

7. Brown, R. and Durbin, J. (1975). Technique for Testing the Constancy Regression Relationships Over Time, Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 37, PP: 148–160.
8. Chandavarkav, A. (1980). Use of Migrant Remittances in Labor-Exporting Countries. Financial and Development, Vol. 17, PP:35–40.
9. Chong, Chee-Keong, Yusop, Zulkornain, Law, Siong-Hook, and Liew Venus Khim-Sen. (2005). Financial Development and Economic Growth in Malaysia: the Perspective of Stock Market, Investment Management and Financial Market.
10. Cooray, A. (2010). Migrant Remittances, Financial Sector, Development and the Government Ownership of Banks.
11. De Hass, Hein (2007). The Impact of International Migration on Social and Economic Development in Moroccan Sending Regions: a Review of the Empirical Literature, International Institute, Working paper No.3, University of Oxford.
12. El-Sakka, M.I.T (1994). Following the Flow of Remittances in the Middle East, H. 13, Wilson S.R., Inter American development bank.
13. El-Sakka, M.I.T (1994). Migration remittances, Dep. Economics Kuwait University.

14. El-Sakka, M.I.T (1997). Migration Remittances Policy Options for Host and Countries of Origin, Final Report of Research Project, no. cc023, Kuwait University.
15. El-sakka, M.I.T. (1999). The Microeconomic Determinants of Emigrant Remittances. World Development, Vol. 27, No. 8.
16. Engle, R. and granger, C. (1987). Investigating causal relation by econometric model and cross-spectral methods, econometrics, (22) pp: 116-130.
17. Funkhouser, e. (1995). Remittances from International Migration: A Comparison of Salvador and Nicaragua. Review of Economics and Statistics, 77(1),46-137.
18. Githiga, P., Kabiru, C., (2014). Remittances as a Determinant of Financial Sector Development, Journal of Business, Economics and Finance, Vol.3.
19. Gitman, J. Lawrence. (2006). Principles of Managerial Finance. Eleventh Edition, Pearson Education Inc.
20. Giuliani, p., and Ruiz –Arranz, m. (2006). Remittances, Financial Development and Growth. IMF, WP/05/234, NO. 2160.

21. Glytsos, Nicholas p. (2002). Dynamic Effects on Migrant Remittances on Growth Centre of Planning and Economic Research, No. 74, pp: 2–9.
22. Greenwood, J., and Smith, B. (1997). Financial Market in Development, and the Development Financial Markets. Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 21, 145–180.
23. Gujarati, Damodar (2003). Basic Econometrics, Fourth Edition, McGraw–Hill, New York.
24. Haugen, Robert A., (2001) Modern Investment Theory, Fifth Edition, Prentice Hall International , Inc, Upper Saddle River, New Jersey, U.S.A., P. 575.
25. Hogue, M. and Yusop, Z. (2010). Impact of Trade Liberalization on Aggregate Import in Bangladesh: ARDL Approach. Journal of Asian Economics, Vol. 21, PP: 37–50.
26. I.M.F, Balance of Payment Manual (1993). Fifth edition, Washington, D.C.
27. Johansen, S. and Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co–integration with Application to the Demand for Money, Oxford Bulletin of Economics and Statistic, Vol.52, No.2 PP: 170–205.

28. Lucas, r.(1988). On the Mechanics of Economic Development. Journal of Monetary Economics, Vol.22.
29. Lucus, R. e. and Stark, O. (1985). Motivations to Remit: Evidence From Botswana. Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 5, PP: 901–918.
30. Miller, m. (1988). Financial Markets and Economic Growth. Journal of Applied Corporate Finance, 11(5),8–15.
31. Mundaca, B. G. (2009). Remittances, Financial Market Development, and Economic Growth: the case of Latina America and the Caribbean, Review of Development Economic, 13(2), 288–303.
32. Pesaran, M. and Shin, Y. and Smith, R. (2001). Bound Testing Approach to the Analysis of Relationship, Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, PP:287–300.
33. Ramirze, C., Dominguez, J. (2005). Remittances, Gender and Development, United Nations, UN–I straw, Working Paper, June.
34. Reinke, J and Patterson, No. (2005). Remittances in the Balance of Payments Framework International Technical Meeting on Measuring Remittances, World Bank, January.
35. Ross, P. S. (2000). Money and Capital Market. IRWIN, New York.

36. Ruze, I. Silva, C. (2014). Remittances and the Business Cycle: A reliable Relationship?, journal of ethnic and migration studies, vol.40, no.3.
37. Stiglitz, J. (1993). The Role of the State in Financial Market. World Bank, Washington, D, C.
38. Swamy, G. (1981). International Migrant Workers Remittances: Issues and Prospects Staff Working Paper, No. 481. World Bank.
39. Weston, j. (1996). Essential of Managerial Finance. 11th Edition, Dryden Press.
40. World Bank (2006). Global Economic Prospects: International Remittances and Migration, Washington DC.
41. World trade organization, (1999). Report of the working party on the accession of Jordan to the world Trade Organization Part 2, WTO, Geneva.
42. Zague, Nadim (2004). On – line: WWW.Jordanianmigratin.com/index.html–accessed 2004.

ملحق (1) البيانات الخام للرسالة

السنة	تحويلات العاملين الأردنيين (مليون دينار)	الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دينار)	التضخم %	عرض النقد بمفهومه الواسع (مليون دينار)	سعر الفائدة على القروض والسلف %
1990	331.8	24.986	16.24	3122.6	10.51
1991	306.3	-8.094	8.19	3717.5	10.22
1992	573.1	27.683	3.95	4193	10.2
1993	720.7	-23.244	3.29	4581.8	10.27
1994	763.7	1.994	3.54	4841.8	10.42
1995	871.7	9.327	2.36	5159.8	10.74
1996	1094.8	10.998	6.51	5175.3	11.6
1997	1173.5	255.956	3.02	5576.6	12.55
1998	1093.8	219.85	3.07	6026.3	12.89
1999	1179.8	112.03	0.59	6747.6	12.67
2000	1177.3	647.709	0.66	7434.7	11.38
2001	1283.3	194.059	1.79	7866.1	10.45
2002	1362.3	168.941	1.83	8419.1	9.85
2003	1404.5	387.904	2.35	9465.7	8.92
2004	1459.6	664.425	2.62	10571.4	7.59
2005	1544.8	1407.006	3.71	12364.	8.1
2006	1782.7	2512.707	6.27	14109.7	8.56
2007	2122.5	1859.097	4.72	15606.8	8.86
2008	2242.0	2006.139	13.99	18304.2	9.48
2009	2214.2	1713.421	-0.75	20013.3	9.07
2010	2247.3	1172.099	4.85	22306.7	9.01
2011	2152.1	1046.201	4.16	24118.9	8.67
2012	2229.8	1060.429	4.52	24945.1	8.95
2013	2327.7	1273.689	4.83	27363.4	9.03
2014	2388.0	1217.85	2.89	29240.4	8.84

السنة	معدل دوران السهم (مرة)	حجم التداول (دينار)	المؤشر العام لأسعار الأسهم	C. P.I	اجمالي الودائع لدى البنوك المرخصة (مليون دينار)
1990	33.444	268,885,973	804.3	59.2	2642.6
1991	37.753	302,836,729	1000	64.1	4022.1
1992	86.234	886,950,983	1299	66.6	4749
1993	51.121	968,613,802	1585	68.8	4965.6
1994	25.894	495,076,052	1436	71.3	5391.5
1995	20.981	418,958,544	1591.7	72.9	5787.5
1996	17.72	248,583,344	1534.6	77.7	5988.8
1997	17.8	355,244,623	1692.4	80	6387.9
1998	18.574	464,374,268	1701.3	82.5	6811.4
1999	19.134	389,430,783	1673.5	83	7502.4
2000	11.251	334,724,633	1330.5	83.5	8224.5
2001	19.867	668,652,674	1727.2	85	8721.3
2002	26.476	950,272,995	1700.2	86	9367.7
2003	49.1	1,855,176,028	2614.5	88.6	9969.4
2004	58.193	3,793,251,050	4245.6	90.9	11564.1
2005	94.068	16,871,051,948	8191.5	94.1	13119.3
2006	101.135	14,209,870,592	5518.1	100	14591.9
2007	91.2	12,348,101,910	7519.3	104.7	15988.1
2008	91.546	20,318,014,547	6243.1	119.3	18102.6
2009	91.333	9,665,312,327	5520.1	118.5	20298.4
2010	102.177	6,689,987,155	5318	124.5	22504.8
2011	58.17	2,850,252,628	4648.4	130	24377.9
2012	33.886	1,978,813,878	4593.9	136	24969.7
2013	38.001	3,027,255,187	4336.71	143.6	27593.2
2014	32.814	2,263,404,594	4237.62	147.8	30261

البنك المركزي الأردني، صندوق النقد الدولي، الإحصاءات العامة.

Abstract

Al Shraideh, Omar Mohammed, the Impact of Workers' Remittances on the Performance of Jordan Financial Market: Analytical Study (1990-2014). Master Thesis, Yarmouk University, 2016.

Supervision Dr. Qasem Mohammed Hamori.

Because of the lack of the explanation for the impact of Jordanian financial market as represented by Amman stock exchange indexes, and gross deposits for the banks listed on Amman stock exchange, this study aimed to examine the impact of workers' remittances on the performance of Jordan financial market as measured by : real value of trade, stock price , stock turnover, and gross deposit. To achieve the above objective an appropriate statistical tests was used as the (ARDL) model.

The results of the study indicate that there is appositive relationship between real workers' remittances with the : real value of trade , stock price , stock turnover, and the gross deposit. Since the increase in remittances by 1% lead to an increase in the real value of trade by 2.3032%, an increase in stock price index by 2.3305%, an increase in equity turnover ratio by 6.3197%, and an increase in gross deposit by 0.0837%.

Finally, the study recommended actions to reconsiders it policies and procedures that will impact on remittances, in addition to the need of developing the financial sector and address the barriers that limit investors to invest in the financial market and by activating the role of government in building bridges of trust between both state and the Jordanian workers abroad.

Keywords: Jordanian Workers Remittances, the Value of Real Trade, Stock Price Index, Equity Turnover Ratio, ARDL.