

قياس اثر التحرير المالي في أداء بورصة عمان للأوراق المالية باستخدام نماذج الابطاء  
الموزعة (ARDL) (1)

Measuring the Effect of Financial Liberalization on ASE Performance  
Using Distributed Slowdown Models (ARDL)

الباحث عبد الرزاق ابراهيم شبيب الفهداوي أ.د. سعيد علي محمد العبيدي

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الانبار

Prof. Saeed Ali Mohammed Al-Obeidi

Abdul Razzaq Ibrahim Shabib Al-Fahdawi

University of Anbar - College of Management and Economics

[phdabdulrazaqshabeeb@gmail.com](mailto:phdabdulrazaqshabeeb@gmail.com)

تاريخ استلام البحث 2018/ 12 /22 تاريخ قبول النشر 2019/ 2/20 تاريخ النشر 2019/ 12 /25

المستخلص

ان سياسات التحرير المالي المتبعة من قبل الاردن تعمل على توفير المناخ الاستثماري وتشجيع القطاع الخاص واعادة هيكله سوقه المالي بشكل يواكب التطورات الاقتصادية الجديدة ومنذ عام 1989 اتبع الاردن عدة برامج اصلاح اقتصادي ساهمت بشكل فعال في التأثير في اداء بورصة عمان للأوراق المالية، وقد هدفت الدراسة الى معرفة وتحديد أثر التحرير المالي في اداء عمان للأوراق المالية باستخدام بيانات ربع سنوية لسلسلة زمنية ممتدة (2004-2017). وقد استخدم الباحثان نموذج التكامل المشترك وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL) بعد اجراء اختبارات الاستقرارية للتأكد من سكون السلسلة الزمنية وظهرت النتائج القياسية للبحث ان هناك اثراً ايجابياً لمؤشرات التحرير المالي في مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.

**الكلمات المفتاحية:** التحرير المالي، بورصة عمان، الاسواق المالية.

**Abstract**

The financial liberalization policies in which followed by Jordan works to provide the investment climate, encourages the private sector and restructures its financial market in line with the new economic developments. Since 1989 Jordan has followed several economic reform programs that have contributed effectively to the performance of the Amman Stock Exchange. The study attempts to Know and determine the effect of financial liberalization on Oman's performance by using quarterly data for an extended time series (2004-2017). The two researchers used the model of joint integration and the application of the self-regression model for the distributed delay periods (ARDL) they conduct the stability tests to verify the silence of the time series. The results showed that there is a positive effect of the financial liberalization indicators in the ASE during the study period.

**Keywords :** Financial Liberalization , Distributed Slowdown Models (ARDL) و Amman Stock

(1) بحث مستل من اطروحة دكتوراه بعنوان ((تحليل اثر سياسات التحرير المالي في اداء السوق المالية لمجموعة من الدول النامية مع اشارة خاصة للعراق للمدة 2004-2017)).

## المقدمة

ان التطورات التي شهدها العالم خلال الربع الاخير من القرن العشرين اثمرت عن تطورات اقتصادية سريعة كان اهمها انتشار العولمة الاقتصادية وما انتجت من تحرير مالي واصلاح اقتصادي كبير الامر الذي جعل الاقتصادات العالمية متداخلة فيما بينها الى درجة التأثير الكبير بالأزمات التي تحصل في الدول الاخرى. وبذلك فقد ادركت الكثير من دول العالم بما فيها الدول النامية ومنها الاردن ان سياسات الكبح المالي التي كانت متبعة سابقاً لم تعد تواكب التطورات الاقتصادية العالمية كما انها لم تحقق الاهداف التي سعت وتسعى الى تحقيقها مما ينبغي معه اعادة هيكلة قطاعها المالي والمصرفي وقد بدأت باتخاذ سلسلة من الإجراءات والإصلاحات المتعلقة بالتكيف مع تلك المستجدات وذلك من اجل ايجاد سوق مالي متطور اكثر مرونة وفاعلية بحيث يصبح قادر على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو تطوير القطاع الخاص الوطني لا سيما تلك القطاعات السلعية الاكثر قدرة على رفع معدلات النمو الاقتصادي في ظل الاعتماد على سياسة التحرير المالي. وبالتالي فان تلك الاجراءات والتحويلات قد عملت على تغيير البنيان الاقتصادي للبلاد اذ حصل تغير في التركيبة القطاعية للدولة فانقل جزء من مشاريع القطاع العام الى القطاع الخاص وتطورت الاستثمارات الاجنبية وانفتحت الحدود امام التجارة الخارجية وبالتالي قد اثر ذلك في تركيبة السوق المالية في الاقتصاد.

**مشكلة البحث:** بالرغم من مرور ما يقارب الثلاثين عام على البدء ببرامج الاصلاح الاقتصادي وإجراءات التحرير المالي في الاردن، الا ان السوق المالية في الاردن لا يزال يواجه العديد من التحديات التي تعرقل مسيرته مما جعله يؤدي دوراً متواضعاً في التأثير في النشاط الاقتصادي في الاردن.

**اهمية البحث:** ان التحرير المالي في الاردن قد يساهم في منح دور اكبر للجهاز المصرفي وبورصة عمان للاوراق المالية في العملية الاقتصادية لاسيما وقد تم القيام بإجراءات واصلاحات عديدة على صعيد القطاع المالي والنقدي كاستقلالية البنك المركزي وتطوير قوانين القطاع الخاص وفتح المجال امام الاستثمارات الاجنبية.

**فرضية البحث:** ينطلق البحث من فرضية مفادها ان التحرير المالي والمصرفي في الاردن وفي ظل الاصلاح الاقتصادي له دور كبير في التأثير في اداء بورصة عمان للاوراق المالية من خلال دوره في تعبئة المدخرات وجذب رؤوس الاموال وزيادة القدرات التنافسية واستعمال التقنيات الحديثة في السوق المالي.

**هدف البحث:** يهدف البحث الى:

- التعرف على مدى تأثير التحرير المالي في ظل الاصلاح المصرفي في اداء السوق المالية الاردني.
- التعرف على واقع التحرير المالي في الاردن.
- استخدام نماذج الانحدار الذاتي ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL).

**منهج البحث:** بغية الوصول الى هدف الدراسة والتحقق من فرضيتها تبنت الدراسة المنهج الاستنباطي للانتقال من العام الى الخاص.

## الاستعراض المرجعي:

دراسة ( Mamoghli and A. Trabels ) التي تناولت التحرير المالي وعلاقته بالتطور المالي ، دراسة حالة تونس، اذ هدفت الدراسة الى معرفة اثر التحرير المالي في تطور النظام المالي والمصرفي في تونس من اجل ضمان الانتقال من السوق المغلق الى الانفتاح الخارجي وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ديناميكية بين التحرير المالي وتطور الانظمة المالية التي تهيمن عليها البنوك التجارية.

اما دراسة (Azeez, Bolanle A) فقد تناولت اثار التحرر المالي في الاداء المؤسسي لسوق رأس المال غير الرسمي في نيجيريا. اذ هدفت الدراسة الى تأثير التحرير المالي على الودائه والائتمان المصرفي في سوق رأس المال غير الرسمي، وتوصلت الدراسة الى ان التحرير المالي له اثر كبير على الودائع والائتمان ولكن لم يكن له اثر على فائضها الصافي.

في حين تناولت دراسة (Abdullahi D. Ahmed) دور التحرير المالي في تعزيز العمق المالي والنمو الاقتصادي في بلدان افريقيا. فقد هدفت الدراسة الى معرفة الاثر المباشر وغير المباشر للتحرير المالي على العمق المالي والنقدي من خلال تعدد وسائل التمويل وتناولت بيانات (21) دولة افريقية خلال المدة (1981-2009) وتوصلت الدراسة الى ان التحرير المالي يؤثر سلباً في الاجل القصير بينما يعد عامل ايجابي في الامد البعيد على النمو الاقتصادي والعمق المالي.

دراسة (Waliullah) التي تناولت العلاقة بين التحرير المالي ومؤشر اسعار الاسهم للمدة 1971-2005، دراسة حالة باكستان، وتوصلت الدراسة الى ان الناتج المحلي الاجمالي يعد اكبر محدد ايجابي لسوق الاسهم الباكستاني على المدى الطويل والقصير، في حين ان التضخم عامل سلبي في المدى الطويل وهذا يعني ان سوق الاوراق المالية حساسة ومتقلبة للتحرير المالي في الاقتصادات الناشئة.

دراسة (Bijan Safavi) فتناولت تأثير التحرير المالي على مؤشرات بورصة طهران للاوراق المالية للمدة 1997-2014 وهدفت الدراسة الى استخدام طريقة المربعات الصغرى لمعرفة اثر التحرير المالي في مؤشرات البورصة وتوصلت الدراسة الى ان هناك تأثير سلبي غير مباشر للتحرير المالي سببته الازمة المالية العالمية لعام 2008 بسبب هشاشة النظام المالي وانكشافه العالي على الخارج.

اما دراسة (Vasana Mahamarn) فقد تناولت دور التحرير المالي في زيادة الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية. وقد اظهرت الدراسة ان الاقتصاد التايلندي حقق صعوداً في الاستثمار الاجنبي وتعزيز مؤشر سوق الاسهم منذ اتباع التحرير المالي في البلد مطلع التسعينات.

### المبحث الاول: الاطار النظري والمفاهيمي لسياسات التحرير المالي بورصة عمان للاوراق المالية.

يعد موضوع التحرير المالي من المواضيع الحديثة نسبياً التي اخذت حيزاً في الادبيات الاقتصادية منذ مدة ليست بالبعيدة فمع بداية النصف الثاني من القرن الحادي والعشرين وبالتحديد عام 1971 عندما تخلت الولايات المتحدة الامريكية عن قاعدة الذهب وانهار نظام بروتون وودز لوحظ ان اغلب الدول التي تحاول النهوض بالواقع الاقتصادي ومحاولتها التخلص من العجز الدائم في موازين مدفوعاتها وتحريك عجلة التنمية الاقتصادية قد سلكت عدة اتجاهات في سياساتها كتحرير اسعار الفائدة واسعار الصرف وتوسيع أنشطة البنوك وانشاء وتطوير الاسواق المالية والتي يطلق عليها بسياسات التحرير المالي. وان لهذه السياسات تأثير كبير على كافة المؤسسات المالية العاملة في الاقتصاد اذ ان ازالة القيود او التخفيف من وطئتها سوف يمكن الاطراف المتعاملة في تلك المؤسسات من الحصول على مزايا ومنافع لم تكن موجودة في ظل سياسات الكبت المالي، والتي يقصد بها تلك الإجراءات والقرارات التي تسعى للتضييق على النظام المالي من خلال (الجميل، 2011: 47):

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة.
- فرض ضريبة مرتفعة على القطاع المصرفي.
- رفع الاحتياطي الإجباري المفروض على البنوك التجارية.

- وضع قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة والمصرفي بصفة خاصة.
- إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض (Waliullah, 2010: 79).
- فرض قيود على تدفقات رأس المال.

أولاً: سياسات التحرير المالي: يعد التحرير المالي الهدف الأساس للنظام المالي الحديث ولأركانه الاساسية المتمثلة بالركائز الثلاث (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي للإنشاء والتعمير ومنظمة التجارة العالمية) إذ ان سياسات التحرير المالي ترتبط ارتباطاً قوياً بمبادئ الفكر الرأسمالي الهادف الى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والتحول التدريجي من الاقتصاد المخطط الى اقتصاد السوق.

**1- مفهوم سياسات التحرير المالي:** إذ يعرف الاقتصاديين التحرير المالي بأنه كل إجراء يؤدي الى تقليل القيود المفروضة على النظام المالي وهذه القيود تتعلق بالمصارف وأسواق الأوراق المالية وكافة المؤسسات المالية الاخرى وادواتها من اجل اعطائها الدافعية للمساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي (Mnif, 2013: 18). اما (E. Scheow, R. Mckinnon) فقد تناولوا في بداية الامر آلية تحرير فقرتي اسواق الائتمان والقطاع العام ولكن مع مرور الوقت تبين ان دعواتهما طالمت مرافق القطاع الخاص ايضاً. فقد عرّفَا التحرير المالي على انه وسيلة فعالة لتسريع عملية النمو الاقتصادي في الدول النامية من خلال ازالة القيود المفروضة على عمل المؤسسات المالية (فخري و قادر، 2016: 368).

ثانياً: أهمية سياسات التحرير المالي: تتبع اهمية اي سياسة اقتصادية تنتجها الدولة من خلال الدور المفترض ان تؤديه تلك السياسة فمع وجود الجدل القائم حول الدور الإيجابي الذي ينتظر ان تؤديه سياسات التحرير المالي في التأثير على النشاط الاقتصادي تتبثق اهمية تلك السياسات من خلال دورها في رفع كفاءة القطاع المالي والمصرفي إذ ان ازالة القيود المفروضة على القطاع المالي والمصرفي سوف يتيح له الفرصة للتوسع في الاستثمارات بشكل اكبر مما كان عليه وهذا سوف يفتح المجال امام عدد كبير من المشاريع طالما هناك سهولة ويسر في الحصول على التمويل اللازم لبدء تلك الاستثمارات (Kunt, Ms and Detragiache, 1998: 30). كما ان ازالة التدخل الحكومي في النظام المالي يجعل الاطراف المتعاملة في القطاع المالي تحصل على كافة المعلومات المطلوبة بكل شفافية ومصداقية وهذا ما يجعلهم يبنون قراراتهم على قدر اكبر من الدقة واليقين. فضلاً عن ذلك فان سياسات التحرير المالي تلزم القطاع المالي بالقيام بالعديد من الاصلاحات الضرورية وهذا سوف يرفع من كفاءة القطاع المالي من خلال ادخال الأساليب الحديثة في الادارة والتعامل الإلكتروني وغيرها من التحسينات وذلك من خلال تشجيعه للمنافسة فيما بين البنوك فتتخفف تكلفة الوساطة المالية ويساهم كذلك في التخصيص الأمثل للموارد المالية الأمر الذي يساعد على توجيه القروض نحو المجالات الأكثر انتاجية (Ghosh, 2002: 35).

ثالثاً: مستويات سياسات التحرير المالي

ان تطبيق سياسات التحرير المالي يتخذ مستويين داخلي وخارجي وكما (Waliullah, 2010: 79).

**1- مستوى سياسات التحرير المالي الداخلي وتتضمن:**

أ- تحرير اسعار الفائدة وإزالة كافة انواع الرقابة والتنشيط وإلغاء السقوف العليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة. وهذا سيعطي للمصارف هامش كبير من الحرية في تحديد سعر الفائدة على القروض الممنوحة والودائع.

ب- تحرير الاعتمادات وتخفيض الاحتياطات الالزامية والعزوف عن استخدام الادوات المباشرة للسياسة النقدية والاكتفاء بالأدوات غير المباشرة (Westermann and elt, 2006: 17).

ج- تحرير المنافسة المصرفية سواء من القيود المفروضة على مزاوله بعض الانشطة المصرفية او السماح للمصارف الاجنبية بفتح فروع لها في الداخل.

د- تحرير القروض وذلك من خلال التخلي عن سياسة التوجيه وعدم تحديد سقف للقروض لبعض القطاعات وعدم تحديد اسعار فائدة مختلفة بحسب انواع القروض وكذلك عدم تحديد حصص معينة لكل نوع من انواع القروض والحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات معينة (Adikari, 2012: 178).

## 2- مستوى سياسات التحرير المالي الخارجي وتتضمن:

أ- إلغاء ضوابط الصرف وذلك باعتماد سياسة صرف مرنة ومتغيرة ومنسجمة مع تغيرات قوى السوق ومقاربة سعر الصرف الاسمي مع الحقيقي.

ب- السماح لرؤوس الاموال بالانتقال من اقتصاد الى اخر دون وجود قيود تحد من انتقالها، وكذلك السماح للشركات الاجنبية والمصارف بالدخول والخروج من السوق.

ت- فتح اسواق الاوراق المالية وتخفيف القيود المفروضة عليها وهذا من شأنه زيادة كفاءة الاسواق المالية.

## رابعاً: مؤشرات التحرير المالي

اختلف الاقتصاديون في تحديد نوعية وعدد المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها لقياس درجة التحرير المالي، لذا سنتطرق إلى ابرز ما تداول منها في ابحاث الاقتصاديين وخصوصاً تلك المدرجة في الدراسات التجريبية ومنها ما يأتي (Khalid and Ariff, 2000: 181):

1- **حجم الوساطة المالية "M2/GDP"**: ويطلق عليه أيضاً مؤشر عرض النقود، والذي يمثل مجموع الكتلة النقدية (الودائع لأجل، والودائع الجارية والنقود السائلة) نسبة للنتائج المحلي الاجمالي (GDP)، ويرى (ماكينون) أن نسبة منخفضة من هذا المؤشر يمكن أن تترجم بمثابة مؤشر للكبح المالي، وارتفاع هذه النسبة يعبر عن دور كبير للوساطة المالية ومن ثم درجة اعلى من التحرير المالي .

2- **معدل إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الاجمالي**: يجمع هذا المؤشر الودائع الجارية والودائع لأجل، وهو يقيس قدرة النظام المصرفي على تعبئة الادخار بصرف النظر عن آجاله كما أنه يختلف عن المؤشر الأول "M2/GDP" بأنه يشمل كل أنواع الودائع لدى البنوك، باستثناء النقود المتداولة خارج النظام المصرفي.

3- **أشباه النقود إلى حجم الناتج المحلي الاجمالي**: يقيس هذا المؤشر قدرة النظام المصرفي على جذب المدخرات الطويلة ومتوسطة الأجل، والذي يعبر على مدى قدرة البنوك على توفير التمويل للعمليات الاستثمارية الطويلة الأجل، وهو يعكس مدى التزام البنوك بتمويل التنمية الاقتصادية.

4- **نسبة الائتمان الموجه للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي**: يقيس هذا المؤشر مدى مساهمة البنوك المحلية في منح قروض وتسهيلات للقطاع الخاص، حيث أنه كلما زادت نسبة القروض التي يستفيد منها القطاع الخاص بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي، فإن هذا يدل على تطور النظام المصرفي خصوصاً بدوره في جمع المعلومات، وتوزيع المخاطر، فضلاً عن تعبئة الادخار، وتسهيل عمليات التبادل بأكثر فاعلية، مما يزيد من مساهمته في عملية النمو الاقتصادي (Lars Jonung, 2009: 29).

5- **هامش الفائدة**: وهو الفرق بين اسعار الفائدة على القروض واسعار الفائدة على الودائع، فالتحرير المالي يؤدي الى تقليل الهامش بين اسعار الفائدة المدينة والدائنة ويعكس هذا الانخفاض في الهامش الى حسن تدقيق المعلومات وانخفاض تكلفة الوساطة المالية.

**خامساً: اتجاهات سياسات التحرير المالي:**

ان سياسات التحرير المالي لم تأتي من قبيل الصدفة وانما جاءت نتيجة لحقبة زمنية شهدت اغلب الدول خلال عقدي الستينات والسبعينات من القرن العشرين اذ سادت في تلك المرحلة مشاكل على الصعيد الداخلي والخارجي ما دفعها الى تبني سياسات انفتاحيه جديدة تأخذ على عاتقها العبور بالاقتصاد الى بر الامان من خلال تبني آليات تحرير النظم الماليه ومؤسساتها وادواتها، وتتمحور الاتجاهات العامة لتلك السياسات فيما يأتي:

**1- الخصخصة:** يقصد بالخصخصة هي التحول نحو القطاع الخاص وهذا يعني نقل ملكية وسائل الانتاج من القطاع العام الى القطاع الخاص (الجميل، 2011: 51) وبذلك المعنى فان مضمون فلسفة الخصخصة يتحدد في الوصول الى الافضل ومعالجة كافة مشاكل البيروقراطية الادارية الناجمة عن بطئ اتخاذ القرار والوصول الى هدف كل قرار اقتصادي وهو النمو والتنمية والربحية ولذلك فقد ارتفع عدد الدول التي طبقت الخصخصة من (14) دولة في العالم عام 1988 إلى أكثر من (60) دولة في العالم سنة 2005 ومازال العالم يأخذ بهذه التجربة.

**2- الاستثمارات الاجنبية:** يعد الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الاقتصادات وذلك للدور المهم الذي تقوم به في خلق الطاقات الإنتاجية وتوسيعها والمحافظة على القائم منها، فضلاً عن الزيادة في المخزون السلعي، وقد عُرف الاستثمار الأجنبي بأنه انتقال رؤوس الأموال بشكل نقدي او مادي (السلع والخدمات) وبقية الموارد الاقتصادية بين الدول المختلفة بهدف جني الأرباح وتحقيق المنافع للدولة المضيفة، مما يعني زيادة التكوين الرأسمالي باتجاه تحقيق زيادة في القدرات الإنتاجية عن طريق الإنفاق الاستثماري مما يؤثر في معدل النمو الاقتصادي (العبيدي، 2009: 54). وبناءً على ذلك فان اغلب الدول النامية لجأت الى الاستفادة من مزايا الاستثمارات الاجنبية بكل اشكالها الحقيقية والمالية (الجميل، 2011: 245).

**3- إعادة هيكلة السوق المالية وانفتاحها:** من اهم الاتجاهات التي ينبغي على السلطات الاقتصادية ان تتعمق فيها هو تغيير الهيكل الداخلي للأسواق المالية من خلال تعديل النظام الداخلي للسوق المالي وتعديل قوانين التداول والسماح للشركات الاجنبية باستثمار اموالها في السوق واستحداث ادوات وخدمات مالية حديثة كل ذلك سيساهم في تطور صناعة الخدمة المصرفية الجديدة. وقد تبلور اتجاه إزالة القيود المفروضة على الانشطة المالية للمؤسسات المالية الوطنية والاجنبية على المستوى العالمي في اطار الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات (GATS)، التي تمخضت عن جولة اورغواي لتحرير التجارة العالمية عام 1994. إذ تهدف هذه الاتفاقية إلى خفض أو إزالة الآثار السلبية للتدابير الحكومية على تجارة الخدمات المالية وضمان وصولها بشكل سريع دون أية قيود إلى الأسواق الخارجية. وقد ركزت الاتفاقية على تحسين أحكام وشروط إمكانية الوصول إلى الأسواق وضمان المعاملة غير التمييزية للموردين الأجانب للخدمات المالية (العاني، 2009: 58).

**4- القطاع الخاص:** يعد القطاع الخاص احد الاطراف الرئيسة الفاعلة في التأثير في مسيرة النشاط الاقتصادي وتماشيا مع توجهات سياسات التحرير المالي وباعتبار القطاع الخاص احد اتجاهات تلك السياسات فان بقاء القطاع الخاص دون اجراء تعديلات جوهرية في قانون الملكية والحق في التوسع في المشاريع الاستثمارية سينعكس سلبياً على نتائج التحرير المالي (Springler, 2006: 25) لذلك لا بد من اجراء تغييرات مؤسسية وقانونية من شأنها ايجاد مناخ استثماري ملائم من خلال تعزيز الامن وتقوية القانون وحفظ الملكية الخاصة وضمانها وتنمية القطاع المالي وتنويع اساليبه المالية وازالة القيود الكمية والنوعية التي تعيق حركة رؤوس الاموال الخاصة بين القطاعات الاقتصادية والنقطة الاهم من بين ذلك هو توفير الخدمات العامة والبنى الارتكازية كشرط اساس لتفعيل الجانب الاستثماري الخاص (درويش، 2008: 242).

5- استقرار اسعار الصرف: ايضاً من الاتجاهات التي تسلكها الدول النامية في سبيل تطبيق سياسات التحرير المالي هو تحقيق الاستقرار في اسعار الصرف ومنع حدوث التقلبات الكبيرة فيه مع القبول ببعض التذبذبات حول المعدل الطبيعي. اذ يتأثر المستثمر الاجنبي ورؤوس امواله بمدى استقرار اسعار الصرف وبذلك يوجه امواله نحو الاسواق التي تتمتع باستقرار في اسعار صرفها والعزوف عن الاستثمار في الاسواق التي تشهد تقلبات كبيرة في اسعار الصرف. ( Loofts, 2003: 237).

#### سادساً: بورصة عمان للاوراق المالية

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951 ليصل عدد الشركات الى 66 شركة مساهمة عام 1978. كما تم إصدار سندات القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات واستمر تطور السوق المالية في الاردن حتى سجل معدلات متقدمة في مجال حجم التداول وعدد الشركات والقيمة السوقية وغيرها من مؤشرات السوق. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيق إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضي التطور الاقتصادي تغطيتها وتبليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي. وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978. وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 ثم تبعه قانون الاوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة 1997 (البنك الدولي، 2004: 24) وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange (بورصة عمان، 2013: 35). وقد حقق السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان نجاحاً ملحوظاً، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9) مليون دينار عام 1978، ليصل الى (2343) مليون دينار في عام 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها لعام 2016 حوالي (17348) مليون دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام

1978 الى (224) شركة في عام 2016 وهذا ما يدل على الاهمية الكبيرة التي يتمتع بها سوق عمان للأوراق المالية، كما ان ارتفاع حجم التداول في السوق الثانوي الذي ارتفع بهذه الكمية يعطي دلالات على حجم المساهمة التي يبديها السوق في التأثير على النشاط الاقتصادي الاردني من خلال التمويل الذي يقدمه السوق للمشاريع الاستثمارية التي تعاني من نقص في السيولة اللازمة لإنجاز احتياجاتها (بورصة عمان، 2016: 43). وفي عام 2004 وصلت نسبة مساهمة غير الاردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان الى 40,2% من اجمالي الرسملة، وتوزع هذه المساهمة حسب القطاعات على النحو التالي: قطاع البنوك (61,6) والقطاع الصناعي (23,3)% وقطاع الخدمات (22,4)% واخيرا قطاع التأمين (16,3)% (بورصة عمان، 2005: 33).

### المبحث الثاني: سياسات التحرير المالي في الاقتصاد الاردني

بدأ الاردن ومنذ عام 1989 بالبحث عن نظام تجاري وسياسة اقتصادية تحررية شأنه شأن بعض الدول النامية التي اتبعت عملية التصنيع التي قادتها الدول لتحل الصناعات المحلية بدل الصناعات المستوردة ولهذا الهدف فقد استكملت كافة التدابير والاجراءات الترويجية ودعم الاستيرادات الوسيطة بهدف اتاحة المجال للمصدرين للحصول على منتجات وسيطة اقل كلفة.

وبعد الانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي بكافة أبعاده أحد أبرز مرتكزات السياسة الاقتصادية العامة في الاردن، فانفتاح الاقتصاد الأردني على العالم بكل ما يوفره ذلك من امتيازات وما يمليه من استحقاقات سينقله من مرحلة سابقة اتسمت بالحماية والدعم الحكومي إلى مرحلة حالية قائمة على التحرير الاقتصادي ورفع الإنتاجية وتطوير الميزة التنافسية للقطاع الخاص. وتطبيقاً لاستراتيجية التكامل مع الاقتصاد العالمي وللتغلب على عقبة ضيق السوق المحلية، وبغية جذب الاستثمار الأجنبي وتحسين مقدره الشركات المحلية على النفاذ إلى الأسواق الدولية، تبنت الحكومة الأردنية منذ 1989 برنامجاً طموحاً لإصلاح نظام التجارة وإزالة القيود أمام حركة رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر. وقد تضمن هذا البرنامج خطوات مهمة لتحرير التجارة الخارجية توجت من خلال الانضمام إلى ترتيبات تجارية دولية وإقليمية وثنائية كان أبرزها: اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية المتوسطة (2002)، واتفاقية منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى (1998)، ترتيبات إقامة المناطق الصناعية المؤهلة (1996) (عوض والمحادين، 2011: 6). وقد مرّت برامج الإصلاح الاقتصادي في الاردن بعدة مراحل والتي سنتطرق الى اهداف كل مرحلة و كما يأتي:

#### اولاً: برامج الإصلاح الاقتصادي في الاردن

##### 1- برنامج الإصلاح الاقتصادي الاردني الاول عام 1989

بدأت الحكومة الأردنية عام 1989 بتطبيق برنامجاً إصلاحياً متخذاً منهج العلاج بالصدمة بمساعدة صندوق النقد والبنك الدوليين، وأدى إلى السماح للاردن بسحب 125 مليون دولار من موارد الصندوق والبنك الدوليين. وقد اعتمد الأردن وفي ضوء توجيهات الصندوق والبنك الدوليين برنامجاً متوسط الأجل للتكيف الاقتصادي للمدة 1989-1992 يهدف الى إعادة هيكلة الاقتصاد الأردني بالاعتماد وبشكل كبير على موارده الاقتصادية والعمل على زيادة الادخار والتصدير والاستثمار، وتقليص الاستهلاك والاستيراد. وكان الهدف الاساسي لهذا البرنامج تعزيز الثقة في الاقتصاد الأردني، بالعمل على استقرار سعر الصرف لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي. وكان من أهداف البرنامج ما يأتي (عودة، 2006: 95):

## جدول (1) اهداف ونتائج برنامج الاصلاح الاقتصادي الاردني الاول عام 1989.

النتيجة	الهدف لعام 1992	المستهدف
تخفيض العجز الى 14 %	تخفيض من 24 الى 10 %	عجز الموازنة
بلغ 4,5 %	تخفيض من 14 الى 9,5 %	التضخم
انخفاض الى 5,4 %	إزالة	عجز الحساب الجاري كنسبة الى GDP

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقرير البنك الدولي، 2000.

غير أن المسار التصحيحي لم يدم طويلاً بسبب أزمة الخليج في عام 1990 التي اعاققت استمرار تطبيق البرنامج والتي حملت الاقتصاد الأردني اعباء إضافية، فترتبت عليه خسائر فادحة نتيجة للحصار الاقتصادي والعقوبات الدولية المفروضة على العراق وتوقف التدفقات النقدية في صورة مساعدات ومنح وحوالات عاملين من دول الخليج، فقد عاد ما يقارب 300 الف مواطن اردني من الخليج مما حمل الأردن اعباء مالية أضافه لاستيعاب العائدين من الجدد في الاقتصاد الأردني قدرت بما يزيد على 3 مليار دولار، وذلك نتيجة زيادة الأنفاق الحكومي والاستيراد من الخارج لتلبية الزيادة في الطلب الناتج من عودة المغتربين مما أدى الى ارتفاع عجز الموازنة والعجز في الميزان التجاري.

## 2- برنامج الإصلاح الاقتصادي الثاني ( 1992-1998 )

بعد الانتهاء من البرنامج الاصلاحى الاول تم وضع برنامج ثانٍ متوسط الامد ومكمل للبرنامج الاول وتم العمل بهذا البرنامج على مرحلتين:

## • المرحلة الاولى: برنامج الاصلاح الاقتصادي (1992-1996)

لقد أسفر الاتفاق مع صندوق النقد الدولي على وضع الخطوط العريضة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الثاني متوسط الأمد للفترة ( 1992-1998) وقد جاءت السياسات المتفق عليها على شكل خطاب صادر من الحكومة الأردنية الى ادارة صندوق النقد الدولي، وقد تم الاتفاق على أن يستفيد الأردن من المساعدات المالية التي يطلق عليها اسم اتفاقات الاستعداد الائتماني والتي من خلالها تم تقديم قرض للأردن ضمن هذا التسهيل مقداره (44.4) مليون وحدة سحب خاصة (SDR) أي ما نسبته (60) % من حصة الأردن في الصندوق آنذاك ولفترة 18 شهراً ، وللتأكيد من التزام الأردن ببرنامج الإصلاح يقوم وفد من الصندوق كل ستة أشهر بأجراء مشاورات مع الحكومة الأردنية، يحدد بناء عليها درجة تطبيق السياسات الواردة في البرنامج ، ويتم عمل هذا الأجراء استناداً الى ما يسمى بمعايير الأداء (العنوم، 2005: 47)، وقد جاءت الأهداف البرنامج على النحو الآتي:

## جدول (2) اهداف ونتائج برنامج الاصلاح الاقتصادي الثاني (المرحلة الاولى) للمدة (1991-1996)

النتيجة(5)	الى(4)	من(3)	الهدف (2)	المستهدف (1)
بلغ 9,2 %	4,3 %	1 %	زيادة	نمو GDP
بلغ 4,2 %	4,5 %	10 %	تخفيض	التضخم
بلغ 99,9 %	79,5 %	100,9 %	تخفيض	الاستهلاك من GDP
بلغ 8,1 %	7 %	8,5 %	تخفيض حصة الدولة	الاستثمار العام من GDP
بلغ 12,9 %	16,1 %	10,8 %	زيادة حصة القطاع الخاص	الاستثمار الخاص من GDP
5,6 %	8,2 %	4,8 %	زيادة	نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص
17,5 %	1 %	23,7 %	تخفيض	عجز الحساب الجاري

الصادرات من GDP	زيادة	24,4%	30,5%	26,4%
-----------------	-------	-------	-------	-------

المصدر: العمود (1,2,3,4) من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقرير البنك الدولي، 2000.

العمود (5) من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي الاردني، 1996.

• المرحلة الثانية: برنامج الإصلاح الاقتصادي الموسع ( 1996-1998 )

لقد ركز برنامج الإصلاح الاقتصادي الجديد والذي امده ثلاث سنوات على تحقيق معدل للنمو الاقتصادي بنسبة (6.5) % سنوياً ، واعتماد سياسات شاملة ومتكاملة تتعدى السياسات القائمة على الحد من الطلب ، لتشمل سياسات جانب العرض كأداة لزيادة الانتاج وايجاد الحوافز اللازمة لتوسيعه من خلال سياسات سعر صرف الدينار وادارة الدين العام الخارجي والاتجاه لتعزيز معدلات التصدير الخارجي. هذا ويقوم برنامج الإصلاح الجديد على الأهداف الآتية(عودة، 2006: 97).

جدول (3) اهداف ونتائج برنامج الإصلاح الاقتصادي الثاني (المرحلة الثانية) للمدة (1996 - 1998)

المستهدف (1)	الهدف (2)	النتيجة (3)
نمو الـ GDP	تحقيق نمو سنوي لا يقل عن 6,5 %	2,9 %
الحساب الجاري	تخفيف العجز الى اقل من 3 %	بلغ 5,4 %
الاستثمار الى GDP	زيادة نسبة الاستثمار من GDP الى 34%	21,7 %
الانفاق الحكومي	ضبط الانفاق وتخفيض العجز الى 2,5 %	بلغ العجز 4,2 %

المصدر: العمود (1,2) من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقرير البنك الدولي، 2000.

العمود (3) من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي الاردني، 1998.

3- برنامج الإصلاح الاقتصادي الثالث ( 1999-2001 )

تم التفاوض على برنامج الإصلاح الاقتصادي الثالث ( 1999-2001 ) مع بعثة صندوق النقد الدولي، وأقرت صيغته النهائية بتاريخ 1999/3/17، أذ لم تختلف أهداف البرنامج كثيراً عن البرنامج السابق من حيث التركيز على أهم الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الأردني والتي يجب تصحيحها عبر البرامج والسياسات الإصلاحية، وقد تمثلت أهداف البرنامج بالآتي: (المركز الاردني للدراسات، 2005: 57).

جدول (4) اهداف ونتائج برنامج الإصلاح الاقتصادي الاردني الثالث للمدة (1999 - 2001)

المستهدف (1)	الهدف (2)	النتيجة (3)
نمو الـ GDP	3-4 %	ينمو بمقدار 3,9 %
التضخم	2-3 %	بلغ 3 %
نمو السيولة المحلية	(6 و 6,6 و 7,2 %) للأعوام 1999، 2000، 2001 على التوالي	12 % لعام 1999 10,2 % لعام 2000
عجز الموازنة	يخفض الى (7) % لعام 1999 ثم الى (4) % عام 2001	بلغ عجز الموازنة لعام 2000 3,4 %

المصدر: العمود (1,2) من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقرير البنك الدولي، 2000.

العمود (3) من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك المركزي الاردني، 2001.

#### 4- برنامج الاصلاح الاقتصادي الرابع (2002- 2004)

إما البرنامج الإصلاحي الرابع، والذي تم تنفيذه عام ( 2002 - 2004 ) فقد اشتمل على جميع الأهداف الواردة في خطط التنمية، والتي سعت الى تحقيق نمو اقتصادي مرتفع، وقد افترض هذا البرنامج تحقيق معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة لا تقل عن (5%) سنوياً.

وكان المبرر من تنفيذ مشروع التصحيح الهيكلي هو موائمة حالة عدم الاتزان الهيكلي والتي ان طبقت تلك التصحيحات ستحل العوامل المسببة لحالة عدم الاتزان. ونتيجة لتلك الاصلاحات غدت هيكلية الاقتصاد الاردني في عام 2000 مغايرة تماماً عما كانت عليه 1990 ومع ذلك استمر العجز التجاري بالزيادة وحتى حصة الحكومة في الاستثمار الصناعي لم تعد كما كانت عليه قبل عام 1990، وحلت محل ذلك الاستثمارات الخاصة تحت مسمى الاستثمار الاجنبي المباشر، علماً ان اغلب الاستثمارات هي من النوع المباشر بسبب عمليات الخصخصة الكبيرة التي شهدتها الاقتصاد الاردني في عقد التسعينات فضلا عن ذلك الاستثمارات الخليجية التي وظفت اموالها في الاردن حتى بلغت نسبة ما يشكله الاستثمار الاجنبي (22,6) % من الناتج المحلي الاجمالي لعام 2006 مقارنة ب(1,5) % عام 1990 (عبد الكريم، 2008: 65).

ومنذ عام 1990 فان الحكومة الاردنية هي الممول الرئيس للنشطة الاستثمارية ولكن بدأت الصورة تتغير بعد ذلك ففي عام 2000 بدأت الشركات المتعددة الجنسية بمزاولة انشطتها الاستثمارية وبالتالي تعزز دور الاستثمار الاجنبي المباشر وارتفعت نسبته من الناتج المحلي الاجمالي فضلا عن ذلك فقد ساهم تدفق اللاجئين العراقيين بعد عام 2002 وارتفاع اسعار النفط للمدة 2002-2008 قد ساهم بزيادة الاستثمارات الاجنبية المباشرة خلال تلك الفترة. فقد استثمر العراقيين بقوة في سوق العقار الاردني، ايضا فقد ساهمت الحرب على العراق عام 2003 بزيادة المنظمات الدولية اذ اتخذت من الاردن بوابة لدخول العراق مما جعلها تؤسس مكاتب لها في عمان لإيصال السلع والخدمات الى العراق. وقامت الحكومة برفع الحظر عن استيراد السلع الاستهلاكية الكمالية (الغزوي، 2009: 87).

وقد تبنى الأردن خلال الفترة (1989-2004) العديد من الخطط الاقتصادية الهادفة إلى معالجة الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد، وذلك بعد تأثر الاقتصاد الاردني بأزمة ميزان المدفوعات، وانهايار سعر صرف الدينار في نهاية الثمانينيات من القرن الماضي. وقد تم دعم هذه الخطط من قبل المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي (IMF) من خلال برنامجين من ترتيبات الاستعداد الائتماني (SBA) وثلاثة برامج للتسهيل الممتد (EFF) خلال الفترة (1989-2004).

اما ملخص لما حققته برامج صندوق النقد الدولي لأهم المؤشرات التي تعكس الاقتصاد الأردني خلال تلك الفترة فقد أظهرت نتائج تقييم برامج الصندوق خلال 1989-2004 أن أهداف النمو الفعلية للاقتصاد الاردني لم تتوافق مع توقعات البرنامج خلال هذه الفترة، فقد شهدت معدلات النمو انتعاشاً في العام 1992 بحيث بلغ معدل النمو حوالي (14) % نتيجة انخفاض المستوردات، إضافة إلى عودة العديد من الأردنيين وقدم بعض العرب نتيجة أحداث الخليج في تلك الفترة، ما أنعش مجالات الاستثمار في الاردن، بينما في العامين 2003 و2004 نمت الصادرات، وكان المصدر الرئيسي لنمو الناتج هو ارتفاع الصادرات الاردنية من خلال «المناطق الصناعية المؤهلة»، إضافة إلى الحرب على العراق وقدم العديد من العراقيين لالأردن وكان لهما الأثر الإيجابي على رفع حجم الاستثمار ورفع معدلات الانتاجية خلال ذلك العام (البنك الدولي، 2014: 45).

واخيراً وقعت الحكومة الأردنية على برنامج التصحيح الاقتصادي مع الصندوق للأعوام 2017-2020، وبناء عليه فقد تعهدت الحكومة بتنفيذ وجبة جديدة من رفع الرسوم والضرائب، التي طالت الملابس والأحذية والمحروقات

والمركبات والسجائر والكهرباء، وسيطال الرفع أسعار الكهرباء، التي سترتبط اعتباراً من منتصف شهر كانون الأول/ديسمبر لعام 2018 بأسعار النفط عالمياً، وسيتم تعديل التعرفة الشهرية كلما ارتفع النفط عن 55 دولاراً للبرميل والسبب في ذلك هي توفيرها للمزيد من الإيرادات التي ستساهم في تخفيض المديونية وتحقيق النمو الاقتصادي وتهيئة أجواء الاستثمار (البنك المركزي الاردني، 2017: 44).

#### ثانياً: اجراءات التحرير المالي المتبعة في الاردن

إن الاقتصاد الاردني قد حقق تقدماً في القطاعين النقدي والمالي عن طريق تنفيذ برامج شاملة للإصلاح والتحرير المالي من خلال الاتجاهات العدة التي تسلكها سياسات التحرير والتي من بينها طريق الخصخصة وتحرير الاسواق المالية وتطوير القطاع الخاص الامر الذي ساهم بزيادة الاستثمارات الاجنبية لاسيما في السوق المالي، الامر الذي وضعها ضمن بلدان منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا التي حققت اعلى درجات التطور المالي في كافة المجالات. وفي هذا المجال يمكن تسليط الضوء على مجموعة الاجراءات التي اتخذتها الحكومة الاردنية في مجال خصخصة المشاريع العامة منذ اواخر الثمانينيات من القرن الماضي ضمن اطار الاصلاحات في القطاع النقدي والمالي وذلك لتحسين هيكل القطاع ورفع كفاءته.

اما بخصوص القطاع النقدي فقد توقف البنك المركزي الاردني ومنذ عام (1993) عن استخدام الادوات المباشرة للرقابة النقدية، وقد استهدفت السياسة النقدية أثناء تلك المدة دعم استقرار الاسعار، إذ استخدم البنك المركزي بصفة اساسية ادوات غير مباشرة للرقابة النقدية عن طريق اقامة مزادات اسبوعية لشهادات الايداع الخاصة به لامتناص السيولة الزائدة. كما ألغيت اشكال الدعم والتسهيلات الائتمانية التفضيلية التي يقدمها البنك المركزي بسعر اعادة الخصم في عام (1996) باستثناء ما يقدم للبنوك المتخصصة الصغيرة التي تمنح الائتمانيات لقطاعات الزراعة والحرف اليدوية والصادرات وذلك لما تشكله هذه الاقطاعات من اهمية كبيرة في تشغيل اعداد كبيرة من الايدي العاملة فضلاً عن مساهمتها في توفير عدد من السلع الاساسية التي تستخدم لسد الاستهلاك الداخلي كما تساهم في زيادة الصادرات السلعية (البنك الدولي، 2000: 34).

أما بالنسبة للبيئة التشريعية، فقد صدرت مجموعة من القوانين استهدفت مختلف المجالات، ففي عام (1996) تم اقرار قانوناً جديداً للاستثمار، يسمح بمعاملة المستثمرين المحليين والاجانب على قدم المساواة ويفتح الاسواق المالية بدرجة اكبر امام المشاركة الاجنبية. وفي عام (1997) تمت الموافقة على قانون الاوراق المالية الجديد لتحسين هيكل البورصة، كذلك تم تحرير معاملات الحساب الجاري في الاوراق المالية المتداولة في اسواق رأس المال وادوات سوق النقد مما ساهم بشكل كبير في دخول رؤوس الاموال الاجنبية الى الداخل على شكل استثمارات اجنبية مباشرة عززت من وضع ميزان المدفوعات عن طريق التحسن الحاصل في حساب رؤوس الاموال، اما على صعيد الاستثمار الاجنبي فقد شعر الاردن بأهمية هذا النوع بالنسبة للاقتصاد الكلي، بناءً عليه صدرت في الأردن مجموعة من القوانين والتشريعات لتشجيع الاستثمار الأجنبي منذ بداية الخمسينيات، والتي كانت تواكب التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي يمر به البلد، ومن هذه القوانين (نصير وزين، 2017: 46): القوانين المعدلة لقانون رقم (53) لسنة 1995، قانون تشجيع الاستثمار رقم (11) لسنة 1987، قانون تشجيع الاستثمار رقم (16) لسنة 1995، قانون تشجيع الاستثمار العربية والأجنبية رقم (27) لسنة 1995 وقانون تشجيع الاستثمار المؤقت رقم (68) لسنة (2003)، واشتملت القوانين السابقة على عدد كبير من التسهيلات للمستثمرين للعمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم، دون عوائق ومن هذه التسهيلات إعفاءات ضريبية وجمركية، وتختص أيضاً بالدخل، والأرباح، وضرائب الخدمة الاجتماعية، والأبنية والأراضي، وحوافز تتعلق بتحويل رأس المال، والرواتب، والأجور للعاملين الأجانب، وعوائد رأس المال. وشهد عام (2000) الموافقة على قانون

مصرفي جديد يحمي الودائع ويحد من مخاطر سوق المال وتركز القروض ويتضمن مواداً بشأن الممارسات المصرفية الخاصة بالتجارة والعمليات الالكترونية وغسيل الاموال. وفي عام (2001) تم اقرار قانوناً جديداً للدين العام، يمنع اعطاء اي تسهيلات ائتمانية مباشرة جديدة للحكومة، ويدعو الى اطفاء الديون القديمة تدريجياً. وبالتالي فقد انعكست تلك التطورات على حجم الاستثمار الاجنبي المباشر في الاردن والجدول الآتي يوضح ذلك.

جدول (5) الاستثمار الاجنبي المباشر في الاردن للمدة (2004-2017)

السنة	الاستثمار الاجنبي المباشر	نسبة التغير	السنة	الاستثمار الاجنبي المباشر	نسبة التغير
2004	578.8	.....	2011	1,046.2	(10,7)
2005	1,257.8	117,4	2012	996.1	(4,7)
2006	2,316.7	84,1	2013	1,382.2	38,7
2007	1,382.9	(40,3)	2014	1,546.7	11,9
2008	1,385.3	0,17	2015	1,136.2	(26,5)
2009	1,713.3	23,6	2016	1,102.6	(2,9)
2010	1,172.1	(31,5)	2017	1,182.0	7,20

المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي الاردني، سنوات مختلفة (2004-2017)

من الجدول السابق يتبين ان التطور الحاصل في القوانين الاستثمارية في الاردن قد ساهم الى حد كبير في جذب الاستثمارات الاجنبية الى الاردن وهذا يتضح من خلال نسبة التغير السنوي الحاصل في نمو عدد المشاريع الاستثمارية الاجنبية. فالانخفاض الحاصل حجم الاستثمار الاجنبي في عام 2007 و 2008 فكان نتيجة للارزمة المالية العالمية التي انعكست اثارها على مختلف دول العالم ومن بينها الاردن لعامي 2011 و 2012 يعزى الى الاتكماش الحاص على المستوى الاقليمي نتيجة لأحداث التغيير السياسي وعدم الاستقرار التي تشهدها المنطقة .

وفيما يخص التنظيم المؤسسي والاطار الرقابي والاحترافي، فان البنك المركزي الاردني يتمتع بدرجة معينة من الاستقلال عن الحكومة واطاره المحاسبي يتفق الى حد كبير مع المعايير المحاسبية الدولية، ويعمل النظام القانوني على تيسير وحماية حقوق الملكية من حيث اكتسابها والتصرف بها، كما ان معاملات الحساب الجاري ومعظم معاملات الحساب الرأسمالي قد تحررت تماما. فقد ادركت السلطات الحكومية الاردنية منذ عام (1994) الحاجة الى المزيد من التطور المالي، إذ تأسست الشركة الاردنية لضمان القروض بهدف تقديم ضمانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بخصوص الائتمان طويل الاجل، وكذلك لأغراض الاسكان لأصحاب الدخول المنخفضة والمتوسطة والحرفيين، وقد ضمنت الشركة في نهاية عام (2001) مبلغا تصل نسبته الى حوالي (0.3) % من اجمالي الناتج المحلي. وفي عام (1996) تأسست الشركة الاردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري لتشجيع قروض الرهن العقاري طويل الاجل ، إذ بلغت نسبة القروض المقدمة من قبلها نهاية عام (2001) حوالي (0.9) % من اجمالي الناتج المحلي.

اما على صعيد السياسة النقدية، يواصل البنك المركزي الاردني سياسته الرامية الى ترسيخ الاستقرار النقدي، والحفاظ على مستوى ملائم من احتياطياته من العملات الاجنبية لتعزيز الثقة بالدينار الاردني، والحفاظ على استقرار نسبي في مستوى الاسعار، ويفضل ذلك بلغت احتياطيات البنك المركزي من العملات الاجنبية في شهر تشرين الاول عام

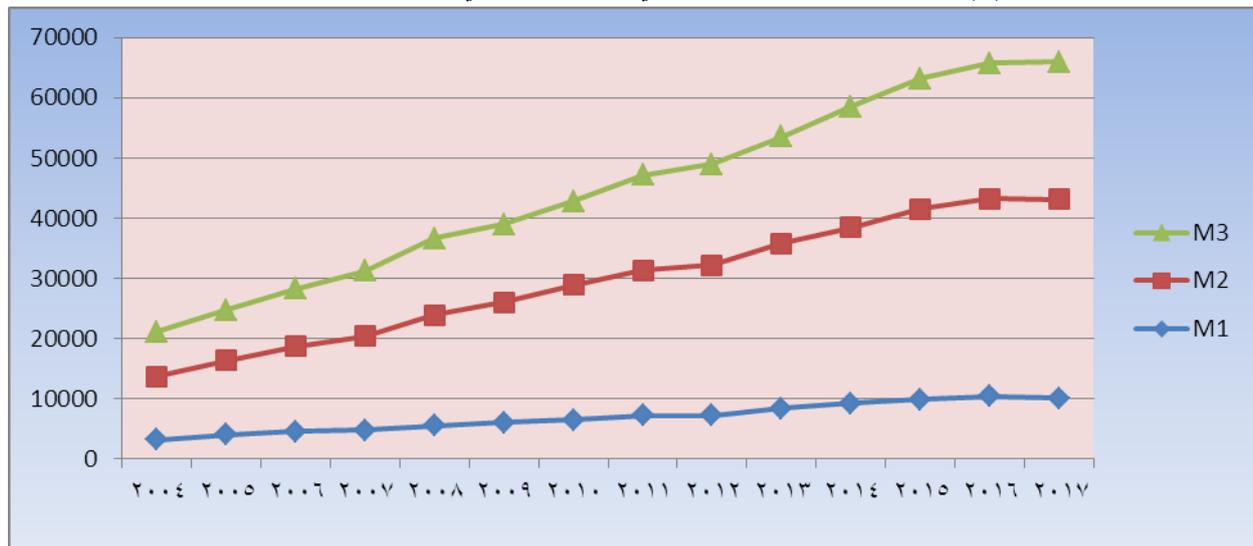
(2005) حوالي (5) مليار دولار امريكي وهو ما يكفي لتغطية مستوردات المملكة لمدة تصل الى ستة أشهر. ثم ارتفع هذا الرصيد الى اكثر من (257) مليار دينار عام 2013 ثم الى (277) مليار دينار عام 2017. ويمكن التعرف على التطورات الحاصلة في المجلات النقدية للاقتصاد الاردني للمدة 2004-2017 من خلال الجدول التالي:

جدول (6) تطور المجلات النقدية في الاقتصاد الاردني للمدة (2004 - 2017)

المؤشرات السنة	عرض النقد الضيق M1	نسبة M1 الى GDP	عرض النقد الواسع M2	نسبة M2 الى GDP	شبه النقد M3	نسبة M3 الى GDP
2004	3193,0	44,3	10571.4	146,9	7,378.5	102,5
2005	4061,3	50,8	12364.0	154,7	8,302.7	103,8
2006	4566,4	49,8	14109.7	154,1	9,543.2	104,2
2007	4833.2	47,5	15606.9	153,4	10,773.7	105,9
2008	5573.0	30,9	18304.3	131	12,731.2	91,1
2009	6039.5	40,1	20013.3	133	12,936.8	85,9
2010	6550.0	39,8	22306.7	135,7	13,973.8	85,1
2011	7271.6	40,4	24118.9	134	15,756.7	87,5
2012	7211.1	37,3	24945.1	129,2	16,847.4	87,3
2013	8408.4	40	27363.4	130,4	17,734.0	84,5
2014	9231.7	41,2	29240.4	130,7	20,008.7	89,4
2015	9880.2	42	31605.5	134,6	21,725.3	92,5
2016	10386.9	42,9	32876.2	135,9	22,489.3	92,9
2017	10135.2	40,3	32957.6	131,3	22,822.4	90,9

المصدر: البنك المركزي الاردني، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

شكل (1) تطور مستويات عرض النقد في الاقتصاد الاردني للمدة 2004 - 2017



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول (6)

يتضح من الجدول والشكلين السابقين ان مؤشرات المجلات النقدية وتعكس درجة التطور المالي في الاقتصاد الاردني واول هذه المؤشرات هو عرض النقد بالمفهوم الضيق مقسوم على الناتج المحلي الاجمالي ، وهنا عرض النقد

يتكون من العملة في التداول + الودائع الجارية ، وان انخفاض نسبة الودائع الجارية الى عرض النقد يوضح مدى تخلف العادات المصرفية للجمهور وتعامله الواسع بالعملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي من خلال الجدول السابق يتضح لنا بأن نسبة عرض النقد الضيق الى الناتج المحلي الاجمالي كانت تتذبذب ضمن حدود متقاربة فأعلى نسبة كانت في عام 2005 اذ بلغت (50,8) وادنى نسبة كانت في عام 2008 وبالبالغة (30,9) % من الناتج المحلي الاجمالي .اما المؤشر الثاني وهو نسبة عرض النقد الواسع الى الناتج المحلي الاجمالي، ويسمى هذا المؤشر بنسبة الإجمالي النقدي اي نسبة الأصول النقدية الأقل سيوله مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يعبر عن مدى المرونة والعمق في القطاع المالي فانخفاض هذه النسبة يدل على وجود مرونة وعمق في القطاع المالي ومن خلال الجدول السابق يتبين لنا بأن اعلى نسبة والتي تشير الى ضعف العمق النقدي في القطاع المالي الاردني كانت في عام 2005 اذ بلغت (154,7) %، اما ادنى نسبة والتي تعبر عن عمق اكبر في القطاع المالي كانت في عام 2012 وبالبالغة (129,2) %.

ان البيانات المثبتة في الجدول رقم (6) يوضح تحسن ثقة الجمهور بالمصارف ونشاطها وذلك نتيجة لما يتسم به القطاع المصرفي الاردني عموما من تطبيقه لممارسات مصرفية حديثة ، منها عمليات تسوية الشيكات آلياً واستخدام الاجهزة الحديثة لتجهيز الشيكات واستمارات الابلاغ الموحدة والشيكات الالكترونية لنقل البيانات. وازضافة الى ذلك فقد بدأت العديد من البنوك في استخدام الخدمات المصرفية من بعد والخدمات المصرفية الإلكترونية، ويمكن للبنوك تقديم القروض والتسهيلات الائتمانية بالعملات الاجنبية للأغراض المتعلقة بالتجارة، وقد بدأت البنوك على نحو متزايد في استحداث واصدار سندات شركات جديدة كما أصبح سوق النقد بين البنوك يقوم بدور بارز في السنوات القليلة الماضية. وان البنك المركزي الاردني يواكب باستمرار تطورات اسعار الفائدة في الاسواق الدولية ، ولا سيما على الدولار الامريكي. وحسب ما مبين في الجدول (7)

جدول (7) بعض مؤشرات التحرير المالي في الاقتصاد الاردني

المؤشرات السنة	GDP	نسبة M2 الى GDP	هامش الفائدة	الائتمان الممنوح الى القطاع الخاص	نسبة القروض الموجهة الى القطاع الخاص من GDP
2004	7194,9	146,9	5,1	5885.0	81,7
2005	7991,9	154,7	4,54	7668.7	95,9
2006	9151,5	154,1	3,43	9546.4	104,3
2007	10169,8	153,4	3,3	11003.3	108,1
2008	13971,2	131	3,82	12533.5	89,7
2009	15044,5	133	4,84	12693.4	84,3
2010	16417,2	135,7	5,61	13612.7	82,9
2011	17987,7	134	5,21	14925.0	82,9
2012	19298,2	129,2	4,76	15953.6	82,6
2013	20981,4	130,4	4,06	17222.5	82
2014	22365,9	130,7	4,73	17852.8	79,8
2015	23475,8	134,6	5,18	18704.5	79,6
2016	24188,1	135,9	4,79	20590.3	85,1
2017	25089,6	131,3	4,84	22525.8	89,7

المصدر: البنك المركزي الاردني، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

يتضح من الجدول (7) ان حجم الوساطة المالية يشكل نسب مرتفعة نوعاً ما اذ تتراوح تلك النسب بين (2,129-154,7) % خلال مدة الدراسة وهذا يعطي دلالات بان سياسات التحرير المالي قد ساهمت بدرجة كبيرة من زيادة مساهمة الوساطة المالية في النشاط الاقتصادي وبالتالي فان تلك السياسات لها قدرة في التأثير على عرض النقد، الامر الذي سيساهم في تغيير واقع السياسة الاقتصادية للدولة.

اما فيما يخص المؤشر الخاص بتطور الجهاز المصرفي من خلال نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي فنرى ان النسب كانت جيدة ومرتفعة اذ تراجعت تلك النسب (6,79-9,108) % كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي وهذا يشير الى درجة تطور الجهاز المصرفي من خلال جمع المعلومات ومراقبة المديرين وتنويع المخاطر وقدرته على تعبئة الادخارات وتهيئتها للجهات التي تعاني من نقص في التمويل.

### ثالثاً: التحرير المالي ومؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية للمدة 2004-2017

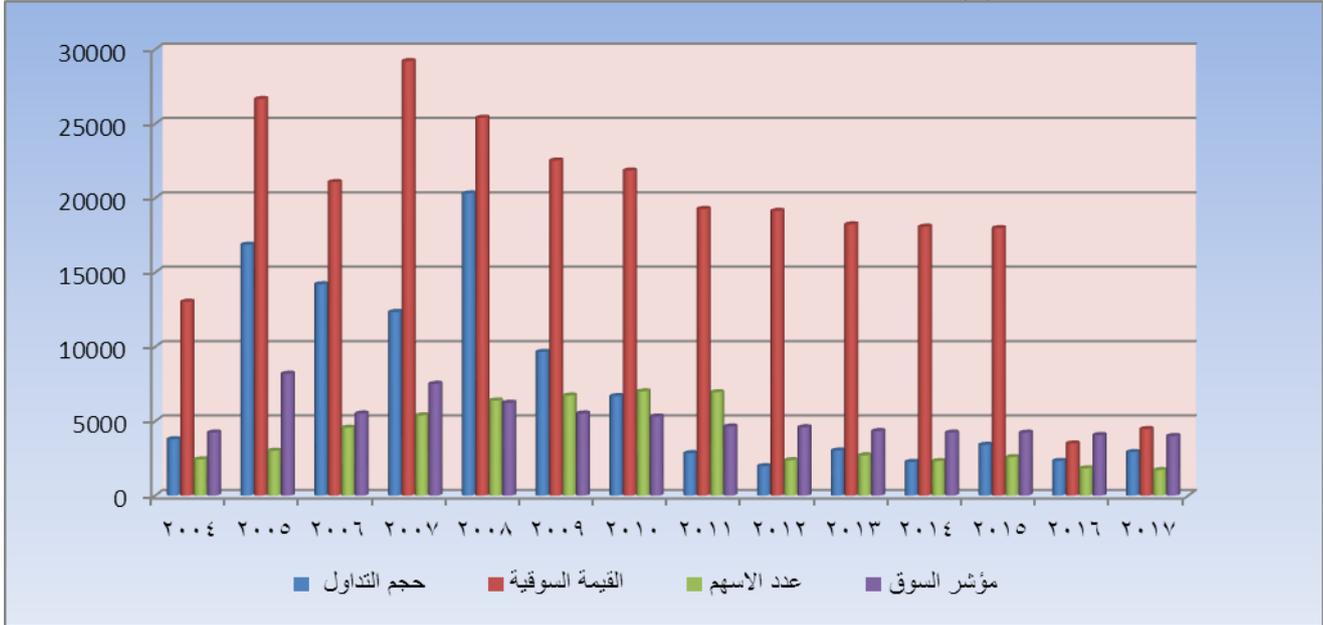
تماشياً مع سلسلة الاصلاحات الرامية الى تحديث وتطوير الاطر التشريعية للأسواق المالية العربية فقد ادخلت بورصة عمان عدة تشريعات تتعلق بالنظام الداخلي لها الذي يحدد شروط العضوية والبيانات والمعلومات التي يتوجب على الشركات تزويد البورصة بها عند تقديمها طلب العضوية وتعليمات ادراج وتداول الاوراق المالية واصدار لائحة سلوكيات السوق الهادفة الى حماية المستثمرين من الممارسات غير السليمة. بما ادى الى انشاء سوقين، السوق الاول والسوق الثاني وذلك حسب معايير حقوق المساهمين والاسهم الحرة وعدد المساهمين والربحية (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004: 22). وفيما يلي عرض موجز لاهم مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية:

### جدول (8) اهم مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية للمدة (2004-2017)

المؤشرات السنة	حجم التداول	نسبة الاجانب في حجم التداول %	القيمة السوقية	نسبة القيمة السوقية من GDP	عدد الاسهم مليون سهم	عدد الشركات	مساهمة غير الاردنيين في بورصة عمان	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية
2004	3793.2	10	13033.8	185.2	2438.2	162	380,3	4,245.6
2005	16871.0	12	26667.1	254.2	3016.0	201	2152,2	8,191.5
2006	14209.9	14	21078.2	233.9	4560.7	227	1995,1	5,518.1
2007	12348.1	22.9	29214.2	230.1	5393.5	245	2825.3	7,519.3
2008	20318.0	20.8	25406.3	217	6394.6	262	4219.8	6,243.1
2009	9665.3	18	22526.9	156.3	6725.5	272	2135,4	5,520.1
2010	6690.0	16	21858.2	114.5	7006.4	277	1036,6	5,318.0
2011	2850.2	19.5	19272.7	102.7	6951.1	247	555,8	4,648.4
2012	1978.8	24	19141.5	87.7	2384.1	243	322,9	4,593.9
2013	3027.2	31	18233.5	83	2,705.8	240	939,5	4,336.7
2014	2263.4	16	18082.6	71.3	2,321.8	236	362,7	4,237.6
2015	3417.1	28.7	17984.7	70.7	2,585.8	228	981,7	4,229.9
2016	2329.5	28.6	3509.6	63.2	1,836.7	225	666,5	4,069.7
2017	2926.2	26.6	4476.7	17.84	1,716.7	197	994,9	4,009.4

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي للمدة (2004 - 2017)

شكل (2) تطور مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية للمدة 2004- 2017



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول (8)

يلاحظ من الجدول (8) والشكل (2) ان السوق قد حقق تقدماً ملحوظاً في عام 2004 وهذا يتبين من خلال الارتفاع الكبير الحاصل في حجم التداول الذي ارتفع بنسبة (105,8) % ليلعب ما قيمته (3793.2) بعد ان سجل حجم التداول ما قيمته (1855.2) لعام 2003 مما انعكس على ارتفاع القيمة السوقية للاسهم المتداولة بنسبة (44) % لتصل الى (13033.8) عام 2004 بعد ان بلغت (7772.8) عام 2003. وهذا يعود الى اسباب عدة ابرزها الزيادة الحاصلة في الاموال الخليجية القادمة الى الاردن الناجمة عن الارتفاع الحاصل في الايرادات النفطية، وايضا الى زيادة عدد العراقيين القادمين من العراق الى الاردن بسبب الاحداث التي كان يعيشها العراق في تلك الفترة. وكذلك نتيجة لارتفاع اسهم 125 شركة من اصل 162 بينما انخفضت اسهم 32 شركة بشكل طفيف وحافظت اسهم خمس شركات على استقرار اسعارها دون تغيير.

اما عام 2012 فقد تم تطبيق تعليمات ادراج الاوراق الالية لسنة 2012 والصادرة وفقاً لأحكام المادة (72) من قانون الاوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، وبموجب هذا القانون فقد تم تقسيم الشركات الى ثلاثة اصناف طبقاً لمعايير قوة وضعف المركز المالي للشركة مما ادى الى خروج العديد من الشركات من قائمة الادراج في السوق المالي اذ بلغ عدد الشركات المسجلة لهذا العام 223 شركة.

وفي عام 2016 فقد وضع سوق عمان للأوراق المالية خطة استراتيجية للأعوام (2016-2018) والتي تتوافق مع توجهات الحكومة الاردنية وتضمن مجموعة من الاهداف منها تطبيق نظام تداول الكتروني جديد ونظام للرقابة وتطبيق نظام افصاح الكتروني للشركات المدرجة وشركات الوساطة.

## المبحث الثالث: التحليل القياسي للعلاقة بين التحرير المالي واداء بورصة عمان للأوراق المالية للمدة 2004 – 2017

أولاً: النموذج القياسي المستخدم:

سيتم تطبيق نموذج التكامل المشترك لاختبار العلاقة بين سياسات التحرير معبراً عنها بربع متغيرات مستقلة واداء بورصة عمان للأوراق المالية معبراً عنها بالمتغير التابع (حجم التداول (S) وكما موضح ادناه:

### 1- تسمية المتغيرات الداخلة في النموذج

متغير مستقل	نسبة الودائع الى GDP	AC
متغير مستقل	نسبة الائتمان الى GDP	CG
متغير مستقل	نسبة عرض النقد الى GDP	MG
متغير مستقل	الموجودات الاجنبية	FF
متغير تابع	حجم التداول	S

2- إستقرارية السلاسل الزمنية: يعد استقرار السلاسل الزمنية من المواضيع المهمة في كثير من التطبيقات التي تعتمد بيانات زمنية مثل الاقتصادية والمالية، وهو موضوع ذو أهمية تطبيقية وحيوية في التحليل القياسي حيث ان الاستدلال للمتغيرات غير المستقرة يعطي نتائج مضللة، إذ تكون العلاقة بين المتغيرات غير المستقرة نما مضلله وهذا ما يسمى بالانحدار الزائف أو المضلل ليست حقيقة (Thao and Hua, 2016: 89). وهناك العديد من الطرائق الإحصائية المستخدمة لاختبار الاستقرارية وسوف نعتد احدها والذي يعد من الطرائق الأكثر دقة والأوسع انتشارا وهو اختبار جذور الوحدة (Unit Roots) يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للملاحظات والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة (Rad, Abbas Alavi and Eslami, Mohammad Reza, 2012: 15). فإذا استقرت السلسلة بعد اخذ الفرق الأول فان السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى (Integrated of Order 1) أي (I1) اما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فان السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي (I2) وهكذا، إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة في قيمها الأصلية يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة أي (I0) بشكل عام فإن السلسلة  $X_t$  تكون متكاملة من الدرجة (d) إذا استقرت بعد اخذ الفرق (بتال، 2015: 5).

ولاختبار استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها سيتم تطبيق إلى أهم اختبارات جذر الوحدة وهي: اختبار ديكي - فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller test-ADF) لتحديد سكون السلاسل الزمنية الاقتصادية (علي، 2013: 71).

### 3- أسلوب الدمج بين نماذج الانحدار الذاتي وتوزيع الإبطاء (ARDL Autoregressive Distributed lag model)

في نماذج السلاسل الزمنية، قد توجد فترة معينة (طويلة نسبياً) في متغيرات صنع القرار الاقتصادي والتأثير النهائي في متغير السياسة، وبصيغة أخرى (طبيعة العلاقة الاقتصادية) إن التعديل في المتغير التابع (الاستجابة)  $Y$  بسبب التغيرات في المتغير التوضيحي  $X$  تتوزع على نطاق واسع عبر الزمن فإذا كانت المدة الفاصلة بين الاستجابة والتأثير كافية (طويلة نسبياً) فإن المتغيرات التوضيحية المتباطئة يجب تضمينها في النموذج (Alimi, 2014: 110).

إحدى طرائق بناء نماذج الاستجابة الديناميكية تكون بتضمين المتغيرات المتباطئة لـ (X) كمتغيرات توضيحية أي يكون استخدام نماذج الإبطاء Distributed lag models في ذلك ، حيث إن الأساس في نماذج الإبطاء يكون بتضمين سلسلة من متغيرات الإبطاء التوضيحية لضمان عملية التعديل على وفق الأنموذج البسيط التالي :

بمعنى آخر أن الطريقة الإضافية أو البديلة لاحتواء المركبة الديناميكية في السلوك الاقتصادي تكون من خلال تضمين متغيرات داخلية متباطئة إلى جانب المتغيرات الخارجية كمتغيرات توضيحية ( Khalid and Dombrecht, 2011 ) . (14)

في حين في دراسات السلاسل الزمنية تكون نماذج الانحدار الديناميكية متضمنة كلاً من المتغيرات الداخلية والخارجية المتباطئة كمتغيرات توضيحية . ويمكن التعبير عنها في حالة وجود كمن المتغيرات التوضيحية بالأنموذج التالي :

سيتم اجراء اختبار ديكي- فولر الموسع لمعرفة ما اذا كانت السلسلة الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج مستقرة او لا وكما مبين في الجدول التالي:

جدول (9) نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع للاستقرارية

	With Constant		With Constant & Trend		With Constant & Trend		Significant
	t- statistic	prob.	t- statistic	prob.			
AC	-1.4415	0.5554	-3.1788	0.1994	-1.4665	0.1317	No.
CG	-2.0922	0.2486	-1.9758	0.6002	0.148	0.7247	No.
MG	-5.7969	0	-5.9683	0	-0.3279	0.5624	NO
FF							No
S	-1.9872	0.2915	-3.7496	0.0273	-0.5409	0.4782	No.

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي

بعد اجراء اختبار استقرار سكون للسلسلة الزمنية حسب طريقة (ADF) تبين ان السلسلة الزمنية غير مستقرة في المستوى الاصيلي، لذا سيتم اخذ الفروق الاولى (جذر الوحدة) للسلسلة وكما يلي :

جدول (10) نتائج اختبار الفروق الاولى (جذر الوحدة) للسلسلة الزمنية

	With Constant		With Constant & Trend		With Constant & Trend		Significant
	t- statistic	prob.	t- statistic	prob.	t- statistic	prob.	
D(AC)	-7.7074	0	-7.6299	0	-7.6018	0	***
D(CG)	-2.652	0	-2.6869	0	-2.7153	0	***
D(MG)	-8.0025	0	-7.9191	0	-8.0854	0	***
D(FF)							***
D(S)	-6.476	0	-6.5087	0	-6.5406	0	***

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي

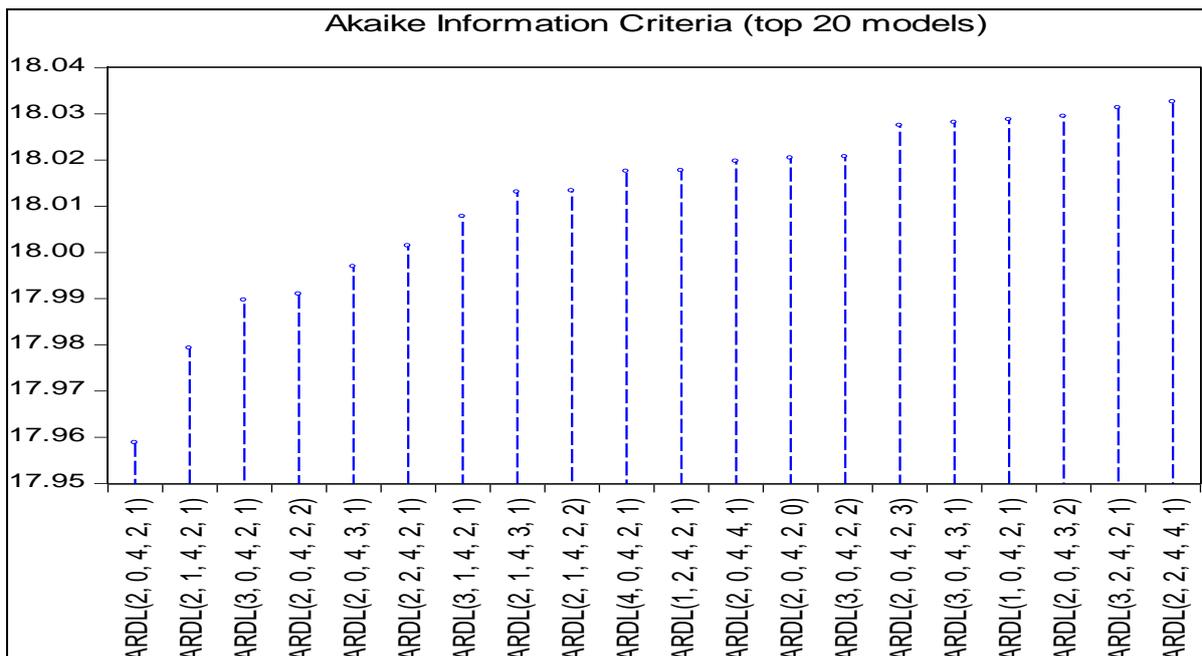
يتبين من الجدول السابق ان السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة اصبحت مستقرة من الدرجة الاولى (11) بعد اخذ الفرق الاول لها حسب اختبار ديكي- فولر المطور، وبذلك يمكننا الان تطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة (ARDL).

ثانياً: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL)

بعد اجراء اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية والتأكد من تكامل السلسلة الزمنية من الدرجة (I1) اصبح بالامكان تطبيق منهج (ARDL) لاختبار التكامل المشترك (منهج اختبار الحدود) لاسيما وان النموذج ملائم جداً مع عينة البحث البالغة (56) مشاهدة لبيانات ربع سنوية خلال المدة 2004-2017.

أ: اختيار فترات الابطاء المثلى حسب طريقة (AIC) (Akaike information Criteria).  
يوضح الشكل ادناه فترات الابطاء المثلى

شكل (3) نتائج فترات الابطاء المثلى حسب طريقة (AIC)



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي.

من خلال الشكل السابق يتبين ان افضل نموذج لفترات الابطاء حسب طريقة (AIC) هو (2,0,4,2,1). وكما مفصل في الجدول (11).

جدول (11) تحديد فترات الابطاء المثلى لنموذج ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
S(-1)	0.517362	0.14166	3.652151	0.0008
S(-2)	-0.21691	0.104009	-2.08548	0.0438
AC	332.1403	78.67998	4.221408	0.0001
CG	-9563.92	2438.473	-3.92209	0.0004
CG(-1)	-41.6283	1588.046	-0.02621	0.9792
CG(-2)	-852.254	1800.283	-0.4734	0.6386
CG(-3)	4358.7	1735.011	2.512203	0.0164
CG(-4)	9335.959	2291.028	4.075008	0.0002
FF	0.018311	0.463595	0.039497	0.9687
FF(-1)	-2.05479	0.703918	-2.91908	0.0059
FF(-2)	1.861695	0.489883	3.800287	0.0005
MG	-255.223	314.1261	-0.81249	0.4216
MG(-1)	607.0289	303.5007	2.000091	0.0527

C	1794.553	6575.543	0.272913	0.7864
<b>R-squared</b>	0.896207	<b>Mean dependent var</b>	21176	
<b>Adjusted R-squared</b>	0.860699	<b>S.D. dependent var</b>	4599.674	
<b>S.E. of regression</b>	1716.548	<b>Akaike info criterion</b>	17.97281	
<b>Sum squared resid</b>	1.12E+08	<b>Schwarz criterion</b>	18.49814	
<b>Log likelihood</b>	-452.929	<b>Hannan-Quinn criter.</b>	18.17421	
<b>F-statistic</b>	25.23957	<b>Durbin-Watson stat</b>	2.115238	
<b>Prob(F-statistic)</b>	0			

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي ( ) الاصدار التاسع.  
يتضح من الجدول السابق ان معامل التحديد ( $R^2$ ) البالغ ما قيمته (0.861) وهذا يعني ان النموذج يفسر ما نسبته 86% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول، و 14% تعود الى عوامل اخرى لم يتضمنها النموذج، وبحسب اختبار (F) فان قيمة الاحتمالية بلغت صفر وهي اقل من (5%) وهذا يعني معنوية النموذج (Evans, 2014: 11).

ثالثاً: تحليل نتائج اختبار الحدود للعلاقة بين المتغيرات

من أجل اختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة المعبرة عن التحرير المالي والمتغير التابع (القيمة السوقية) يتم حساب احصائية (F) فإذا كانت قيمة احصائية (F) المحسوبة أكبر من الحد الاعلى للقيم الحرجة فأنتنا نرفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ونقبل الفرضية البديلة، اما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فأنتنا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة ( Nkoro and Uko, 2016:79)، والجدول (12) يوضح نتائج اختبار الحدود لنموذج (ARDL) .

جدول (12) نتائج اختبار الحدود لنموذج ARDL

T- test	Value	K
F- test	5.507377	4
Critical value		
Significance	I0Bound	I1 Bound
10%	2.45	3.52
5%	2.86	4.01
2.5%	3.25	4.49
1%	3.74	5.06

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي

تظهر النتائج أن القيمة المحسوبة لإحصائية (F) تساوي (6.831551) وهي أكبر من قيمة (F) الحرجة عند حدها الأعلى عند مستوى (1%) وهي تساوي (5.06) مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي وجود توازن طويل الأجل للمتغيرات المستقلة المعبرة عن التحرير المالي والقيمة السوقية، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بينهما خلال مدة الدراسة.

رابعاً: اختبار جودة النموذج.

قبل اعتماد نموذج (ARDL (2,0,4,2,1) في تقدير الاثار القصيرة والطويلة الاجل ينبغي التأكد من جودة اداء النموذج، وذلك من خلال استخدام الاختبارات الآتية:

## 1- اختبار ثبات تباين حدود الخطأ (ARCH).

هناك عدد من الاختبارات المستخدمة للكشف عن تجانس البواقي من عدمها، ومن بينها اختبار ARCH وكانت نتائج الاختبار الآتي:

جدول (13) نتائج اختبار شرط ثبات تباين حدود الخطأ (تجانس التباين)

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.363599	Prob. F(1,49)	0.5493
Obs*R-squared	0.375652	Prob. Chi-Square(1)	0.5399

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي.

## 2- اختبار استقلال الحدود (عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل)

من أجل دراسة فرضية عدم ارتباط الأخطاء، نلجأ إلى اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) للارتباط الذاتي. وبعد اجراء الاختبار كانت النتائج كالآتي:

جدول (14) نتائج اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) لاستقلال الحدود

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	0.224463	Prob. F(2,36)	0.8001
Obs*R-squared	0.640463	Prob. Chi-Square(2)	0.726

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي.

بما ان نتائج الاختبارات اثبتت سلامة وجوده النموذج المستخدم وهذا ما يتبين من خلال مقارنة احتمالية (F) المحسوبة مع مثيلتها الجدولية ، يتم الان تحليل نتائج المعلمات القصيرة والطويلة الاجل وكما يأتي:

خامساً: تحليل نتائج تقدير معلمات الاجل القصير والاجل الطويل ومعلمة تصحيح الخطأ.

بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الاجل بين المتغيرات ينبغي الآن الحصول على المقدرات الطويلة والقصيرة الأجل لمعلمات النموذج المقدر ومعلمة تصحيح الخطأ، والجدول (12) يوضح ذلك:

جدول (13) نتائج تقدير معلمات الاجل الطويل والاجل القصير ومعلمة تصحيح الخطأ.

Counteracting Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(S) (-1)	0.216908	0.104009	2.085478	0.0355
D(AC)	332.1403	78.67998	4.221408	0
D(CG)	-9563.92	2438.473	-3.92209	0.0005
D(CG) (-1)	852.2542	1800.283	0.4734	0.0001
D(CG) (-2)	-4358.7	1735.011	-2.5122	0.3694
D(CG) (-3)	-9335.96	2291.028	-4.07501	0.0002
D(FF)	-1.8617	0.463595	0.039497	0.9818
D(FF) (-1)	0.018311	0.489883	-3.80029	0.0003
D(MG)	-255.223	314.1261	-0.81249	0.0425
CointEq(-1)	-0.69955	0.104425	-6.69902	0
Cointeq = S - (474.7943*AC + 4627.0801*CG -0.2499*FF + 502.9061*MG +2565.3120)				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

AC	474.7943	102.1643	4.647359	0
CG	4627.08	2431.715	1.902805	0.0648
FF	-0.24986	0.265383	-0.9415	0.0263
MG	502.9061	580.6848	0.866057	0.3413
C	2565.312	9317.985	0.275308	0.7808

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الاحصائي

تشير نتائج التقدير الى وجود علاقة قصيرة الاجل بين التحرير المالي واداء بورصة عمان للأوراق المالية معبراً عنها بمؤشر حجم التداول (S) وهذا ما تؤكدته معلمة تصحيح الخطأ البالغة (-0.69955) التي تعبر عن سرعة التكيف بين الاجل القصير والاجل الطويل وبالتالي يفترض ان تكون سالبة لكي تعبر عن تقارب النموذج الحركي على المدى القصير وبالتالي فان القيمة المطلقة لمعامل تصحيح الخطأ البالغة (0.699) عند مستوى معنوية اقل من (0.01%) والتي تعني ان 69% من الاخطاء الحاصلة في حجم التداول لثلاثة اشهر سابقة تم معالجتها في الربع الحالي وان الوصول الى حالة التوازن يتم خلال خمسة اشهر مما يعني ان التكيف في النموذج كان سريعاً نسبياً.

في الاجل القصير نلاحظ ان هناك علاقة عكسية بين المتغيرات التفسيرية المستقلة التي تمثل سياسات التحرير المالية في الاردن متمثلة بـ (AC, FF, CG, MG) والمتغير التابع حجم التداول (S) المعبر عن بورصة عمان للأوراق المالية خلال المدة 2004-2017 وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية لاسيما وان فترة الدراسة تم تقسيمها الى بيانات ربع سنوية وبالتالي فان الاجل القصير قد يكون (n) من المشاهدات الصغيرة وبالتالي قد لا يتجاوز سنة وذلك لبطء استجابة بورصة عمان للأوراق المالية للتغيرات الاتية الحاصلة في السياسة الاقتصادية للدولة.

اما على الاجل الطويل فان العلاقة تكون موجودة بين اغلب المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع، اي ان حجم الائتمان الممنوح كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي ودرجة نقدية الاقتصاد وحجم الودائع الى الناتج هي متغيرات مؤثرة بشكل كبير في اداء بورصة عمان للأوراق المالية فزيادة درجة نقدية الاقتصاد بنسبة (1%) يقود الى زيادة حجم التداول بنسبة (502%) كذلك زيادة الائتمان الممنوح كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي بـ (1%) يؤدي الى زيادة حجم التداول بنسبة (4627%). بالاضافة الى زيادة حجم الودائع كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي بنسبة (1%) يؤدي الى زيادة حجم التداول بنسبة (474%).

### الاستنتاجات والتوصيات:

#### اولاً: الاستنتاجات

لقد توصل الباحثون الى مجموعة من الاستنتاجات كان اهمها ما يأتي:

1- لقد تم تحقيق هدف الدراسة الذي يستند الى فرضية البحث التي تشير الى وجود علاقة ما بين سياسات التحرير

المالي واداء بورصة عمان للأوراق المالية فالتحليل الاقتصادي للبيانات الخاصة بعينة الدراسة تشير الى سياسات

التحرير المالي المتبعة في الاقتصاد الاردني لها اثر في مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية.

2- ان الانفتاح الكبير وتحرر النظام المالي قد عمل على انكشاف الاقتصاد الاردني بدرجة كبيرة ولا سيما السوق

المالية الاردنية وهذا يتضح من خلال تأثير الازمة المالية العالمية التي حدثت عام 2008 التي اثرت في مؤشرات بورصة

عمان سلبياً.

3- تشير نتائج الاختبارات القياسية الخاصة بسكون السلاسل الزمنية والتي من ابرزها اختبار ديكي- فولر الموسع (DAF) الى عدم سكون جميع متغيرات السلسلة الزمنية في المستوى الاصلي باستثناء نسبة عرض النقد الى الناتج المحلي الاجمالي (MG)، وسكونها بعد اخذ الفرق الاول مما يدفعنا الى استخدام نماذج ذات فترات ابطاء موزعة (ARDL).

4- تشير نتائج الاختبار القياسي الخاصة بتقدير العلاقة الى وجود علاقة توازنية طويلة الاجل وقصيرة الاجل بين سياسات التحرير المالي متمثلة ب(نسبة عرض النقد الى الناتج المحلي الاجمالي، نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي، نسبة الودائع الى الناتج المحلي الاجمالي والموجودات الاجنبية) مع اداء بورصة عمان للاوراق المالية معبراً عنها بمؤشر حجم التداول (S).

#### ثانياً: التوصيات.

- 1- العمل على تطوير النظام المالي الاردني بشكل يجعله جذاباً لرؤوس الاموال الاجنبية.
- 2- ضرورة تطوير القوانين والتشريعات النافذة الخاصة في عمل القطاع الخاص الاجنبي لكي تتم الاستفادة من خبرات وامكانيات الشركات الاجنبية الاستثمارية.
- 3- الزام الشركات الاجنبية والمحلية العاملة في الاقتصاد الاردني بتوضيف العمالة المحلية بدلاً من استخدام العمالة الوافدة وهذا من شأنه ان يخفض معدلات البطالة.

## المصادر:

- 1-بتال، احمد حسين، (2015)، العلاقة بين سوق الصرف وسوق الاوراق المالية في العراق، دراسة قياسية، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، ع14.
- 2-جردانه، باسل، (1996)، الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الأردني ( نحو سياسات تكيف وتثبيت توجهه لنمو مضطرب) وزارة المالية، عمان.
- 3-الجميل، سرمد كوكب، (2011)، التمويل الدولي المدخل في الهياكل والعمليات والادوات، الدار النموذجية للطباعة والنشر، ط1، صيدا، لبنان.
- 4-الهوراني، أحمد، (1989)، المؤسسات المصرفية في الأردن، شركة المطابع العصرية، عمان.
- 5-درويش، حسين ديكان، (2008)، اثر سياسات الاصلاح الاقتصادي في رفع مقدرة الاقتصاد العراقي، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد10، عدد1.
- 6-العاني، يوسف عبد الله، (2009)، بور الاسواق المالية في التحول نحو اقتصاد السوق مصر والمغرب - حالة دراسية، اطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- 7-العبيدي، سري سامي عبد الرزاق، (2009)، اثر الاستثمار الاجنبي المباشر في تنمية التجارة الخارجية لدول جنوب شرق آسيا (ماليزيا حالة دراسية للمدة 1990-2007)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- 8-العتوم، راضي، (1997)، التجربة الأردنية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتكيف الهيكلي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد (7) القاهرة.
- 9- علي، وسام حسين، (2013)، اثر التضخم على اداء سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2005-2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، ع10.
- 10- عودة، سوسن جبار (2006) واقع الصناعات التحويلية في ظل برامج الاصلاح الاقتصادي (في اقطار عربية مختارة)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، الجامعة المستنصرية، بغداد.
- 11- عوض، طالب والمحادين، مالك ياسين (2011)، اثر التطور النقدي في النمو الاقتصادي في الاردن، مجلة دراسات العلوم الادارية، مجلد 38، العدد2.
- 12- فخري، سامر محمد وقادر، أسو بهاء الدين، (2016)، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي الى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (1998-2011)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، م12، ع34.
- 13- فهد، نصر حمود مزان، (2009)، اثر السياسات الاقتصادية في اداء المصارف التجارية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- 14- النابلسي، د . حميد سعيد ، التصحيح المالي والنقدي في المملكة الأردنية الهاشمية بين الحاضر والمستقبل، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية، السلسلة الثانية، 2002، ص 4 .
- 15- المركزي الاردني للدراسات الاقتصادية ، التقرير السنوي لعام 2005.
- 16- البنك الدولي (2000- 2014)
- 17- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004
- 18- بورصة عمان للاوراق المالية، التقرير السنوي للاعوام (2004- 2017)
- 19- البنك المركزي الاردني، التقرير السنوي للاعوام (2004- 2017)

- 20- Abdullahi D. Ahmed, (2013), *Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment*, journal homepage: [www.elsevier.com/locate/ecmod](http://www.elsevier.com/locate/ecmod).
- 21- Adikari, A.M.P.(2012), *Financial Liberalization Index for Sri Lanka*, Journal of Social Sciences – Sri Lanka.
- 22- Alimi, R. Santos (2014), *ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration: A Reexamination of Augmented Fisher Hypotheses In An Open Economy*, Asian Journal of Economic Modelling, Vol. 2, No. 2.
- 23- Arif mohamed , Ahwed. M. Khalid, (2000) *Liberalization, Growth, and the Asian Financial Crisis*. Edward Elgar Publishing. .
- 24- Azeez, Bolanle A, (2012), *Effect of Financial Liberalization on the Performance of Informal Capital Market*, Research Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 6.
- 25- B. N. Ghosh (2002) ‘*Global Financial Crises and Reforms: Cases and Caveats*, Routledge.
- 26- Evans, Trevor (2014), *The impact of financial liberalisation on income inequality*, International Journal of Labour Research, vol. 6, no. 1.
- 27- Khalil, Saed and Dombrecht, Michel (2011), *The Autoregressive Distributed Lag Approach to Co-integration Testing: Application to OPT Inflation*, Palestine Monetary Authority.
- 28- Lars Jonung, (2009), *Lessons for China from financial liberalization in Scandinavia*, Economic Papers 383. © European Communities.
- 29- Mahamarn, Vasana, (2010), *Financial liberalization in Thailand: Impact on the Growth and Volatility of foreign investment in stock market and the stock market*, Master Program in Economic Growth, LUND University.
- 30- Mnif, Afef Trabelsi, (2013), *The Effects of Financial Liberalization on Stock Market Cycles: Structural Time Series Models*, Global Journal of Management and Business Research Interdisciplinary, Volume 13.
- 31- Ms. Enrica Detragiache ‘Asli Demirgüç-Kunt ,(1998), *Financial Liberalization and Financial Fragility*, International Monetary Fund
- 32- Nkoro, Emeka and Uko, Aham Kelvin (2016), *Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation*, Journal of Statistical and Econometric Methods, vol.5, no.4.

- 33- Rad, Abbas Alavi and Eslami, Mohammad Reza(2012), *Long run and Short run effects of Monetary and Exchange Variables on Stock Prices In Iran*, International Journal Of Economics and Finance Studies, Vol 4, No 1.
- 34- Safav, Bijan and Ali Yousef, (2017), *Examining the Effect of Financial Liberalization on the performance of stock market*, International Journal of Development and Economic Sustainability, Vol.5, No.5.
- 35- Springler, Elisabeth (2006), *Financial Liberalization, Stock Markets and Growth in Economies with Underdeveloped Financial Markets*, European Political Economy Review, Vol. 3, No. 2.
- 36- Thoa, Do Thi and Hua, Zhang Jian (2016), *ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration: Relationship International Trade Policy Reform and Foreign Trade in Vietnam*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 8.
- 37- Waliullah, (2010), *Financial Liberalization and Stock Market Behaviour in an Emerging Market – A Case Study of Pakistan*, International Journal of Business and Social Science, Vol. 1 No. 3.
- 38- Westermann, Frank and elt, (2006), *Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth*, IMF Research Departmen.