أثر عمق الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن: دراسة قياسية للفترة (1998-2022)

The impact of the depth of financial markets on economic growth in Jordan: an econometric study for the period (1998-2022)

عبد الباسط عبد الصمد مسعودي[1]*

[1] مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة عمار ثليجي الأغواط (الجزائر)، ab.messaoudi@lagh-univ.dz

تاريخ الاستلام2023/10/19 تاريخ القبول: 2024 /01/10 تاريخ النشر: 2024/12/31

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر عمق الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، حيث تم إختيار بورصة عمان لتكون عينة لدراستنا باعتبارها من أكثر البورصات العربية تطورا. ولتحقيق هذا الغرض قمنا بالاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي لدراسة وتتبع تطور مختلف المؤشرات البورصية والنمو الاقتصادي في الأردن، كما تمت الاستعانة بالأسلوب القياسي من خلال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لمحاولة تحديد الأثر بدقة.

توصلت الدراسة إلى أن بورصة عمان تساهم بشكل كبير في تحفيز النمو الاقتصادي للبلد، خاصة فيما يتعلق بالسندات المالية التي تستخدم في تمويل المؤسسات ومختلف البرامج الحكومية.

كلمات مفتاحية: الأسواق المالية، العمق المالي، النمو الإقتصادي، بورصة عمان.

تصنيفات JEL: E44، O47، G10.

Abstract:

This study aims to measure the impact of the depth of financial markets on economic growth, as the Amman Stock Exchange was chosen to be a sample for our study as it is one of the most developed Arab stock exchanges. To achieve this purpose, we used the descriptive analytical approach to study and track the development of various stock market indicators and economic growth in Jordan. We also used the standard method through the autoregressive distributed lags (ARDL) model to attempt to accurately determine the impact.

The study found that the Amman Stock Exchange contributes significantly to stimulating the country's economic growth, especially with regard to financial bonds that are used to finance institutions and various government programs.

Keywords: Financial markets; financial depth; Economic growth; Amman Stock Exchange.

JEL Classification Codes: E44, O47, G10.

*المؤلف المرسل.

1.مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية من أهم الركائز الأساسية في اقتصاديات الدول، نظرا للدور الكبير والوظائف الهامة التي تقوم بها في تمويل وتوفير السيولة الكافية للمؤسسات والحكومات لمساعدتهم على تنفيذ برامجهم الإستثمارية والتنموية، خاصة في الأجل الطويل. لكن نجاح الأسواق المالية في القيام بوظائفها على أكمل وجه لا يتوقف عند إنشائها فحسب، بل يتطلب تطويرها باستمرار والرفع من كفاءتها للوصول بها إلى أسواق عميقة قادرة على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

والأسواق المالية العميقة هي تلك الأسواق التي تتميز بحيوية ونشاط كبيرين وهو ما ينعكس إيجابا على مؤشرات نشاطها، إذ نجد أن معظم هذه المؤشرات عند المستويات المطلوبة، كما أنها تتميز بتنوع كبير في المنتجات والأدوات المالية المتداولة فيها، مما يساهم في تراكم رأس المال في البلد.

ومن جانب آخر يعد النمو الاقتصادي من الأولويات الأساسية للسياسات الاقتصادية في كل دول العالم، إذ يؤرق القائمين عليها في البحث عن الآليات والحلول اللازمة التي من شأنها زيادة معدلاته. ومما لا شك فيه أن الأسواق المالية العميقة جزء مهم من الحل، حيث أنها تسعى دوما إلى دفع النمو الاقتصادي.

وفي هذا الصدد سعى القائمون على بورصة عمان منذ تأسيسها في 11 مارس 1999 إلى تكثيف الجهود من أجل تطوير البورصة لجعلها تتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية اللازمة من أجل خدمة الاقتصاد الوطني، وهو ما مكن من الوصول إلى بورصة عميقة تحتل المراتب الأولى في الوطن العربي.

إشكالية الدراسة

انطلاقا مما سبق نقوم بطرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة الأسواق المالية العميقة في دعم وتيرة النمو الاقتصادي؟ وما و اقع ذلك في الأردن خلال الفترة: 1998-2022؟

الأسئلة الفرعية

يندرج تحت التساؤل الرئيسي السابق الأسئلة الفرعية التالية:

- ما لمقصود بالأسواق المالية العميقة؟ وماهي مؤشرات قياسها؟
- كيف تساهم الأسواق المالية العميقة في تحفيز النمو الاقتصادي؟
- ما هو واقع النمو الاقتصادي في الأردن ومؤشرات عمق بورصة عمان؟

فرضيات الدراسة

انطلاقا من الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية: تساهم بورصة عمان في دعم وتيرة النمو الاقتصادي في الأردن؛

ويندرج تحت هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لمعدل القيمة السوقية على النمو الاقتصادي؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لمعدل حجم التداول على النمو الاقتصادي؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لمعدل السندات المالية على النمو الاقتصادي.

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، لعل أهمها:

- التعريف بالأسواق المالية العميقة؛
- التعرف على مؤشرات قياس عمق الأسواق المالية؛
- إبراز أهمية الأسواق المالية العميقة في الاقتصاد؛
- محاولة إختبار العلاقة بين بورصة عمان والنمو الاقتصادي في الأردن.

الدراسات السابقة

دراسة "Najeb M.H. Masoud": قام الباحث بإعداد مقال بعنون:"The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth"، وقد هدفت الدراسة إلى استكشاف العلاقة السببية بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو من خلال دراسة تطبيقية على مجموعة من الدول. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين أسواق رأس المال محل الدراسة والنمو الاقتصادي على المديين القصير والطويل، وذلك من خلال وجود آليات انتقال غير مباشرة تؤثر على الاستثمار في الدول.(Masoud, 2013)

دراسة كمال قسول: أعد الباحث مقالا بعنوان "أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا: مقاربة تودا-يماموتو"، حيث كان الغرض الأساسي من الدراسة هو البحث في تأثير أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا، أين استعان الباحث بمؤشرات أداء السوق: الرسملة السوقية، عدد الشركات، حجم التداول وكذا معدل الدوران، بينما تم أخذ معدل نمو الناتج المحلي كمؤشر تابع. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين معدل الرسملة السوقية ومعدل النمو. (قسول، 2021)

دراسة خالد حسن زبدة: قام الباحث بإعداد دراسة تحت عنوان: "أثر مؤشرات السوق المالي على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين"، وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على علاقة السوق المالي الفلسطيني مع النمو الاقتصادي. توصلت الدراسة في الأخير إلى أن هناك تأثيرات متباينة بين مؤشرات أداء البورصة والنمو الاقتصادي في فلسطين. (زبدة، 2022)

مناقشة الدراسات السابقة

من خلال البحث وتحليل الدراسات السابقة نجد أنها تتفق في محاولة التعرف على دور الأسواق المالية في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي للدول، انطلاقا من وظائفها الأساسية في الاقتصاد خاصة توفير التمويل اللازم للمستثمرين والحكومات لتجسيد خططهم الإستثمارية والاقتصادية، وهذا ما يتوافق مع الهدف الأساسي من دراستنا، لكن الشيء الملاحظ أن الدراسات السالفة الذكر تعتمد على مؤشرات أداء الأسواق المالية كمتغيرات مستقلة، لكننا ارتأينا في دراستنا استخدام مؤشرات أكثر تطورا للتعبير عن عمق الأسواق المالية من أجل الوصول إلى نتائج أكثر دقة من شأنها أن تشرح وتفسر العلاقة الحقيقية بين عمق الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.

2. الإطار النظري لعمق الأسواق المالية

يعكس عمق الأسواق المالية بشكل كبير تطور النظام المالي، وهو مقياس قوي للحكم على الوضع الذي يؤول إليه إقتصاد البلد

1.2 مفهوم الأسواق المالية العميقة:

عند الحديث عن مصطلح العمق المالي فإننا نقصد مدى قدرة النظام المالي على توفير الأموال الكافية لتغطية احتياجات: الحكومات، القطاع الخاص والمستثمرين. ويكون ذلك من خلال توفر الأموال والأدوات المالية والمؤسسات التي تعكس حجم الاقتصاد. (Mirkin, Kuznetsova, & Kuznetsov, 2013, p. 158)

أما عمق الأسواق المالية فيستخدم لوصف الأسواق التي تحتوي على أوامر وطلبات ترتبط بالأدوات المالية المعروضة للبيع والشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار في سوق الأوراق المالية، يتولى تنفيذها وسطاء على درجات عالية من الدراية بظروف السوق ولهم القدرة على تنفيذها بكفاءة عالية. (رضوان، 2009، صفحة 72)

وتعني الأسواق المالية العميقة تلك الأسواق التي تكون فيها حركة التعاملات نشطة، ويتحقق ذلك من خلال وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للأصول المالية. (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 76)

وعلى عكس الأسواق العميقة، نجد الأسواق الضحلة وهي التي تكون شبه جامدة، ولا تنشط إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة جدا في أسعار الأصول المالية، والتي تنتج في الغالب عن فوارق العرض والطلب، مما يرفع درجة المخاطر في السوق. (الفكي ، 2017، الصفحات 30-31)

انطلاقا مما سبق يمكن القول أن الأسواق المالية العميقة هي تلك الأسواق التي تتميز بتنوع المنتجات والأدوات المالية، من: أسهم، سندات، صكوك، مشتقات، وغيرها، إضافة إلى تنوع حجم المستثمرين والمؤسسات التي

تنشط في السوق، وكذا استخدام مختلف العمليات المالية الحديثة التي أفرزتها الهندسة المالية، الشيء الذي يساهم في زيادة تنفيذ الأوامر والتداولات بكفاءة وفعالية، وتجاوز مختلف العراقيل المرتبطة بالاستثمار المالي، كتكلفة المعاملات، وهو ما ينعكس في الأخير في تحسن مختلف مؤشرات السوق.

2.2 مؤشرات قياس عمق الأسواق المالية:

هناك العديد من المؤشرات التي يمكن من خلالها قياس عمق الأسواق المالية، نذكر من بينها:

معدل الرسملة السوقية: يشير هذا المؤشر إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق المالي بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، وغالبا ما يقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة على الناتج المحلي الإجمالي. (الدعمي، 2010، صفحة 177)

سندات الدين المالية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي: تنقسم السندات المالية إلى نوعين: سندات خاصة تصدرها المؤسسات الخاصة لتمويل استثماراتها وسندات عامة تصدرها الحكومات لتمويل عمليات التنمية أو مواجهة عجز الميزانية. ويمكن الاعتماد على هذين المؤشرين لمعرفة مدى عمق الأسواق المالية من خلال قسمتهما على الناتج المحلي الإجمالي. (عزام، 2017، الصفحات 43-44)

معدل حجم التداول: يعكس هذا المؤشر مدى مساهمة السوق المالي في توفير السيولة للاقتصاد، ويمكن حسابه من خلال قسمة الأوراق المالية المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي. (العبيدي، 2020، صفحة 14)

3. مدخل للنمو الاقتصادي

في ظل التحولات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي، في ظل العولمة المالية التي غيرت مختلف المفاهيم الإستثمارية لا يزال النمو الاقتصادي الأولوية القصوى التي تسعى كل الدول إلى تحقيقها.

1.3مفهوم النمو الاقتصادي:

يعني النمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل الوطني، بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي مع مرور الزمن. (نافع، 2020، صفحة 49)

ويراد بالنمو الاقتصادي أيضا الزيادة في إنتاج السلع والخدمات خلال فترة قصيرة، ويعبر عنه عادة بقيمة أو معدل نمو الناتج المحلي والدخل القومي. (Ivic, 2015, pp. 55-56)

كما يعرف النمو الاقتصادي بأنه زيادة الإنتاج أو الدخل الحقيقي في دولة ما خلال فترة زمنية معينة، حيث يعكس التغيرات الكمية في الطاقات الإنتاجية. ويمكن قياسه من خلال تحديد معدلات نمو الناتج القومي الحقيقي أو معدلات نمو متوسط الدخل الفردي الصافي. (أبو حمد، 2006، صفحة 315)

2.3 أنواع النمو الاقتصادي:

من أبرز أنواع النمو الإقتصادي نذكر: (بخوش، 2021-2022، الصفحات 77-78)

النمو التلقائي: يحدث هذا النوع من النمو بشكل آلي من خلال أسلوب الحرية الاقتصادية، وذلك عبر المرونة العالية للهيكل الاقتصادي للبلد والذي ينموا تلقائيا استجابة للمتغيرات الاقتصادية دون الاعتماد على الخطط الاقتصادية المسبقة.

النمو العابر: يحدث هذا النوع نتيجة لظهور عوامل طارئة ومؤقتة، كارتفاع أسعار النفط مثلا في الدول الريعية.

النمو المخطط: هو النمو الذي يحدث نتيجة لتدخل الحكومات، والتي تخطط لموارد واحتياجات المجتمع.

3.3 علاقة الأسواق المالية بالنمو الإقتصادي

تشير الأدبيات السابقة إلى العلاقة الوطيدة بين تطور الأسواق المالية وتحقيق النمو الاقتصادي، فقد بينت الدراسات المبكرة لـ: "Schumpeter 1934" و "McKinnon 1973"، أن العمق والتطور المالي عنصر أساسي من شأنه أن يساهم في تعزيز النمو الاقتصادي. (Khyareh & Oskou, 2015, p. 54) كما أكد " Devereux and Smith" على أهمية الائتمان في توفير السيولة اللازمة وكيف ينعكس بشكل إيجابي على تطور الأسواق المالية مما يؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاجية والنمو الاقتصادي. (Alshubir, 2021, p. 03) وعموما هناك أربع قنوات أساسية يتم من خلالها انتقال أثر الأسواق المالية إلى الاقتصاد هي: (شنافة، 2022، صفحة 386)

قناة السيولة: تساهم سيولة الأسواق المالية في تلبية احتياجات المستثمرين والمدخرين معا، مما يقلل المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

قناة التنويع: يسمح التنويع بالانتقال نحو المشاريع ذات العوائد المرتفعة من خلال السوق المالي.

قناة تخصيص الموارد: تتدرج هذه الميزة وفقا لكفاءة الأسواق المالية والحوافز التي تقدمها للمستثمرين.

قناة حوكمة الشركات: تمارس الأسواق المالية أثرها على الاقتصاد والنمو من خلال الرفع من مستوى الحوكمة في المؤسسات المدرجة، خاصة فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية وتقييم أدائها.

4. الدراسة القياسية

بعد التطرق لمختلف الجوانب المتعلقة بعمق الأسواق المالية والنمو الاقتصادي والعلاقة الموجودة بينهما، سنحاول من خلال الآتي محاولة قياس أثر مؤشرات عمق بورصة عمان على النمو الاقتصادي في البلد.

1.4 الإجراءات المنهجية للدراسة

تقديم متغيرات الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشر نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع للتعبير عن النمو الاقتصادي في الأردن، وقد أخذ الرمز **Pib**، أما المتغيرات المستقلة والتي تعبر عن عمق الأسواق المالية فهي:

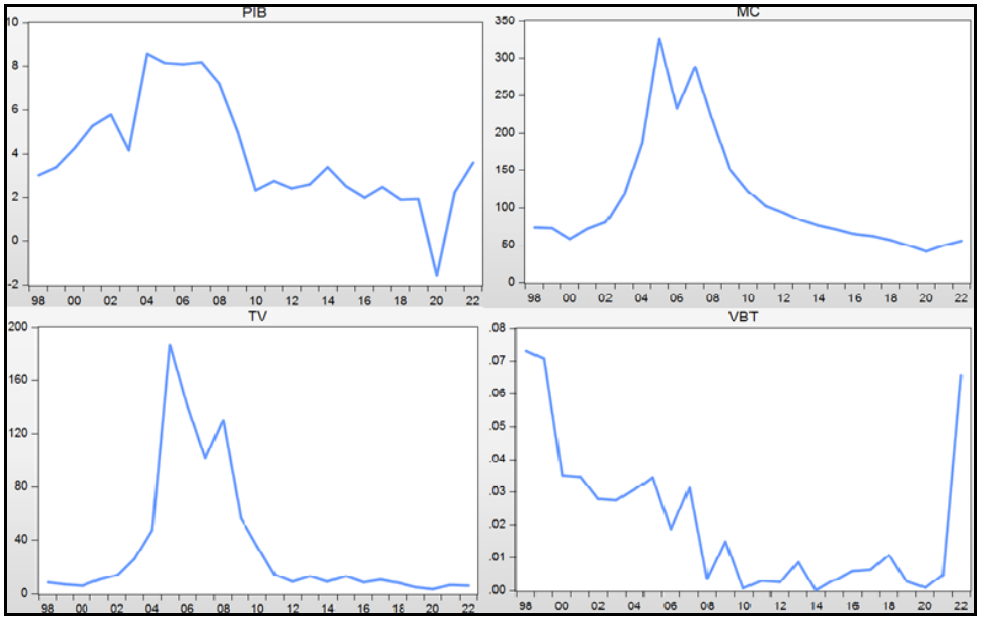
- **Mc** : تعبر عن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- **Tv** : تعبر عن نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- **Vbt**: تعبر عن نسبة السندات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وقد غطت البيانات الفترة: 1998-2022، تم الحصول عليها من المواقع التالية: البنك الدولي، البنك المركزي الأردني وبورصة عمان.

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

من أجل أخذ فكرة أولية عن تطور مؤشرات بورصة عمان والنمو الاقتصادي، نقوم بعرض التمثيلات البيانية لها خلال الفترة: 1998-2022 في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1): تطور متغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

أما الجدول الموالي، فيمثل بعض المقاييس الإحصائية للبيانات خلال نفس الفترة:

الجدول رقم (1): الإحصاءات الوصفية للبيانات

السلسلة	المتوسط	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
Pib	3.9849	3.384	8.5672	-1.5694	2.5055
Mc	112.1051	75.758	326.6	41.505	78.1307
Tv	34.9556	10.5079	187.2018	3.3805	50.1913
Vbt	0.0207	0.0106	0.073	7.81E-5	0.0222

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

يتضح من خلال الشكل والجدول السابقين أن معظم السلاسل الزمنية عرفت تقلبات شديدة خلال الفترة: 1998-2022، وخاصة نسبتي الرسملة السوقية وحجم التداول، حيث بلغ انحرافهما المعياري: 78.12 و50.19 على التوالي. والشيء الجدير بالملاحظة أيضا هو أن الاقتصاد الأردني شهد تراجعا كبيرا في معدل النمو بعد سنة 2007 والتي بلغ فيها 8.2 %، إلى أن وصل في سنة 2020 ما يقارب 1.56- %، لكنه عاد للتعافي خلال السنتين المواليتين.

دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

تعتبر هذه الخطوة أول مرحلة يتم من خلالها بناء التحليل الإحصائي، وبواسطتها يتم معرفة سكون السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة، حيث تتميز السلاسل المستقرة بمتوسط وتباين ثابتين بمرور الزمن. (GUJARATI & PORTER, 2009, p. 740) وفي هذا الصدد تم تطوير العديد من الإختبارات، أهمها: Augumented Dickey-Fuller و Phillips Perron، وسنعتمد في دراستنا على الاختبار الأول، والذي نستعرض نتائجه في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2): نتائج اختبار Augumented Dickey-Fuller

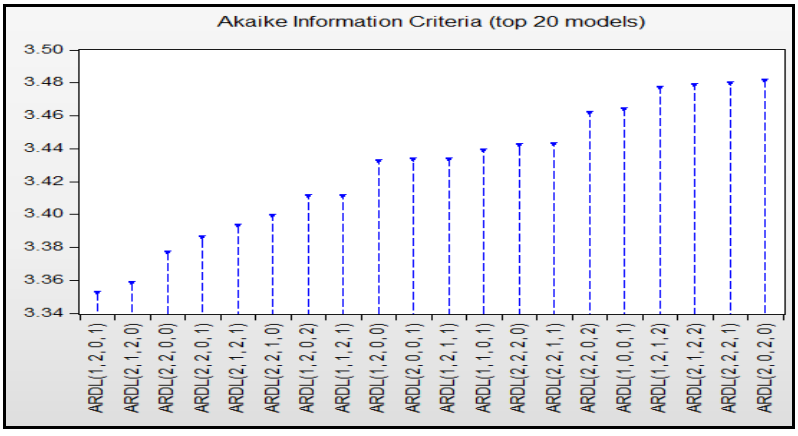
السلسلة		المستوى			الفرق الأول			النتيجة
		Intercept	Tre&Inter	Non	Intercept	Tre&Inter	Non	
Pib	T Prob	-1.7029 (0.4171)	-2.4396 (0.3519)	-0.8221 (0.3492)	-5.2771 (0.0003)	-5.1601 (0.0020)	-5.4026 (0.0000)	I (1)
Mc	T Prob	-1.3883 (0.5708)	-3.3262 (0.0893)	-0.8379 (0.3424)	-4.7841 (0.0009)	-4.8139 (0.0043)	-4.8956 (0.0000)	I (1)
Tv	T Prob	-1.8101 (0.3668)	-2.0314 (0.5556)	-1.4703 (0.1290)	-4.9757 (0.0006)	-4.9438 (0.0033)	-5.0928 (0.0000)	I (1)
Vbt	T Prob	-2.4353 (0.1432)	-0.9394 (0.9342)	-1.7890 (0.0704)	-3.9263 (0.0068)	-5.1895 (0.0019)	-4.0717 (0.0003)	I (1)
القيم الحرجة	% 1	-3.7378	-4.3943	-2.6648	-3.7529	-4.4163	-2.6693	
	% 5	-2.9918	-3.6121	-1.9556	-2.9906	-3.6220	-1.9564	
	% 10	-2.6355	-3.2430	-1.6087	-2.6387	-3.2485	-1.6084	

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج EVIEWS 10

من خلال نتائج إختبار ديكي فولر المطور الموضحة في الجدول السابق، نلاحظ أن كل السلاسل الزمنية تحتوي على جذر الوحدة عند المستوى، وبعد إجراء الفرق الأول يتضح سكون كل المتغيرات المستخدمة في الدراسة، ومنه يمكننا الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لتحديد أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج: من أجل قياس أثر مؤشرات عمق بورصة الأردن على النمو الاقتصادي، سيتم إختيار فترة الإبطاء المناسبة من خلال المفاضلة بين 20 نموذج وفقا لمعيار (AIC)، والتي تظهر نتائجه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2): فترات الإبطاء المثلى للنموذج



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

من خلال الشكل السابق، يتضح لنا أن أفضل تركيبة مناسبة لدراستنا هي: ARDL(1,2,0,1)، حيث تعطي لنا أدنى قيمة لمعيار: AKAIKE.

2.4 بناء نموذج الدراسة

بداية سنقوم بالتأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

منهج اختبار الحدود BOUND TEST

نقوم الأن بالتأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشرات عمق بورصة عمان والنمو الاقتصادي، باستخدام منهج إختبار الحدود والذي تظهر نتائجه في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3): نتائج اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	6.019982	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Actual Sample Size	23	Finite Sample: n=35		
		10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

يتبين من الجدول السابق أن القيمة الإحصائية المحسوبة لفيشر ($F_{statistic}$) تقدر بـ: 6.01، وهي أكبر من الحدود العليا للقيم الحرجة عند مستويات معنوية: 5 %، 10 % وحتى 1 %. ومنه نستنتج أن هناك علاقة طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي والمتغيرات المفسرة في النموذج.

تقدير معلمات النموذج في الأجلين القصير والطويل

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، نقوم الأن بقياس التأثير قصيرة الأجل، من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4): معلمات الأجل القصيرومعلمة تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(PIB)
Selected Model: ARDL(1, 2, 0, 1)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 06/06/23 Time: 11:41
Sample: 1998 2022
Included observations: 23

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MC)	0.038487	0.006604	5.827992	0.0000
D(MC(-1))	0.013407	0.004674	2.868406	0.0117
D(VBT)	37.08519	13.55117	2.736677	0.0153
CointEq(-1)*	-0.991196	0.160526	-6.174670	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن هناك علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين مؤشرات عمق بورصة عمان والنمو الاقتصادي، فقد قدرت معلمة تصحيح الخطأ CointEq(-1) بـ: (0.9911-)، وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 %، ومنه فإن الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها بنسبة: 99.11 % للرجوع إلى العلاقة التوازنية في الأجل الطويل، وهو ما يؤكد نتائج إختبار الحدود.

أما نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل فهي موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (5): معلمات الأجل الطويل

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MC	0.048491	0.014789	3.278842	0.0051
TV	-0.043765	0.025576	-1.711151	0.1076
VBT	68.61512	19.26754	3.561177	0.0028
C	-1.030402	0.870169	-1.184141	0.2548

EC = PIB - (0.0485*MC -0.0438*TV + 68.6151*VBT -1.0304)

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

من خلال الجدول السابق يتضح ما يلي:

- ترتبط معلمة نسبة الرسملة السوقية بعلاقة طردية مع معدل النمو الإقتصادي، حيث قدرت قيمتها بـ: 0.048 وهي معنوية عند مستوى 5 %، وبالتالي فإن تغير نسبة الرسملة السوقية بـ: 10 %، تؤدي إلى تغير النمو الإقتصادي بـ: 0.48 % في نفس الاتجاه.

- ترتبط نسبة السندات المالية إلى الناتج المحلي بعلاقة طردية مع معدل النمو الإقتصادي، حيث قدرت قيمتها بـ: 68.61 وهي معنوية عند مستوى 5 %، وبالتالي فإن تغير نسبة السندات المالية بـ: 1 %، تؤدي إلى تغير النمو الإقتصادي بـ: 68.61 % في نفس الاتجاه.

في حين أظهرت نتائج تقدير الأجل الطويل أن معلمة نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي غير معنوية عند مستوى 5 %، وهي ترتبط بعلاقة عكسية مع النمو الإقتصادي، حيث قدرت قيمتها بـ: 0.0437-، وإذا أخذنا مستوى معنوية 10 %، فإننا نجد أن تغير نسبة حجم التداول بـ: 10 %، سيؤدي إلى تحرك النمو الاقتصادي بنسبة: 0.43 % في الاتجاه المعاكس.

3.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج

بهدف التأكد من سلامة النموذج المقدر، تم إجراء بعض الإختبارات الإحصائية والقياسية المعروفة في هذا المجال، والتي تظهر نتائجها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (6): اختبارات تشخيص النموذج

الاختبار	القيمة	الاحتمال
الارتباط الذاتي (LM TEST)	0.2929	0.1147
عدم ثبات التباين (ARCH)	0.8221	0.8114
الشكل الدالي (Ramsay)	1.0149	0.3308

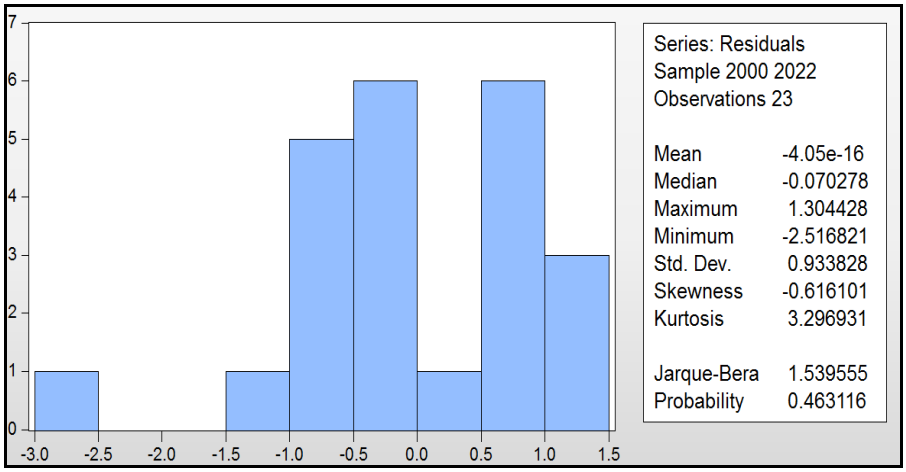
المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيم الاحتمالية غير معنوية في الإختبارات الثلاث، ومنه نستنتج أنه لا توجد مشكلة إرتباط ذاتي للأخطاء، كما أنه لا يوجد إختلاف في تباين الأخطاء، وصحة الشكل الدالي للنموذج.

4.4 إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

من أجل الكشف عن التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية، نقوم باستخدام اختبار Jarque-Bera، والذي تظهر نتائجه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3): إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Jarque-Bera)



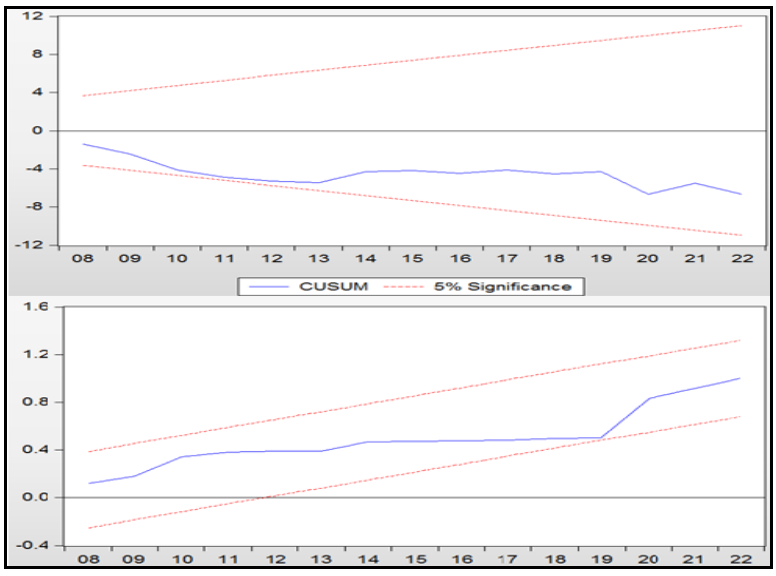
المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن إحصائية Jarque-Bera بلغت: 1.53، وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %، ومنه نستنتج أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

5.4 اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

يتيح هذا الاختبار التأكد من اتساق معلمات الأجلين القصير والطويل، وكذا خلو البيانات المستخدمة من التغيرات الهيكلية خلال فترة الدراسة، وذلك بناءً على اختباري: (CUSUM) و (CUSUM of SQUARES)، والشكل الموالي يبين نتائج هذا الاختبار:

الشكل رقم (4): نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج



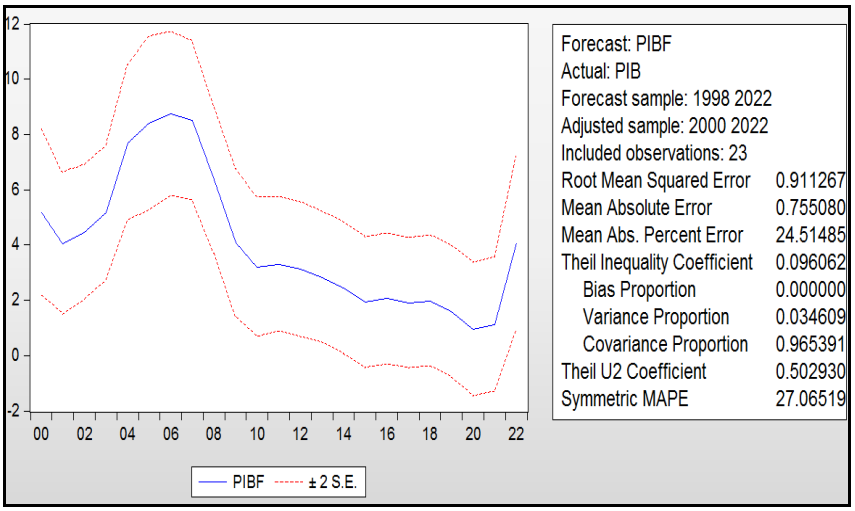
المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

يتضح من الشكل السابق أن النموذج المقدر مستقر هيكليا خلال فترة الدراسة، وذلك نظرا إلى أن معاملات اختباري المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM)، والمجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUM of SQUARES) تقعان داخل المنطقة الحرجة عند مستوى معنوية 5 %.

6.4 اختبار القدرة التنبؤية للنموذج

يعتبر التنبؤ من أهم المراحل في مجال القياس الاقتصادي، إذ يستعان به لمعرفة واستشراف الوضع الذي ستؤول إليه الظواهر الاقتصادية والمالية في المستقبل، ومن خلاله يتم التخطيط الجيد واتخاذ القرارات المناسبة. وبهدف معرفة إمكانية النموذج السابق في التنبؤ، نستعرض الشكل الموالي:

الشكل رقم (5): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن معاملات: عدم التساوي (Theil=0.09)، التحيز (Bias=0) والتباين (Variance=0.03) تؤول إلى القيمة 0، كما أن معامل التغاير(Covariance=0.963) يؤول إلى القيمة 1. ومنه نستنتج أن النموذج السابق ذو قدرة تنبؤية جيدة جدا، ويمكن الاعتماد عليه في تحديد سلوك النمو الاقتصادي لدولة الأردن في المستقبل انطلاقا من مؤشرات عمق البورصة سابقة الذكر.

5. خاتمة:

لقد نال موضوع عمق الأسواق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي اهتمام العديد من الباحثين والدراسات التي حاولت تفسير العلاقة بين تطور الأسواق المالية والتي يتم قياسها عادة بمجموعة من المؤشرات التي قمنا بعرض أهمها في هذه الدراسة وبين معدلات النمو الاقتصادي. وتأتي هذه الأهمية استجابة للتحديات الكبرى التي تفرضها عملبات التنمية الاقتصادية التي تتطلب آليات ورؤوس أموال كبيرة، خاصة في الدول النامية التي تفتقد في الغالب للأموال الكافية التي تلبي احتياجات المؤسسات والحكومات والمشاريع الكبرى التي تتطلب أموالا ضخمة لا تستطيع

الأموال المحلية تغطيتها في الغالب. لذا شكلت الأسواق المالية الخيار الاستثماري والتمويلي الأمثل الذي يمكن من خلاله تخطيط وتنفيذ مختلف البرامج التنموية.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة محاولة قياس أثر مؤشرات عمق بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن، من خلال دراسة قياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، للفترة الممتدة بين سنتي 1998 و2022.

نتائج الدراسة

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية والتي نوجزها فيما يلي:

- يعكس عمق الأسواق المالية درجة التطور المالي لأي دولة، وهو مؤشر قوي لمعرفة حالة الاقتصاد عموما والنظام المالي خصوصا، وكلما زاد عمق الأسواق المالية كلما تخلص الاقتصاد من مختلف مشاكله خاصة التمويلية منها، وتحركت عجلة التنمية الاقتصادية للأحسن؛
- تساهم الأسواق المالية العميقة في دعم وتيرة النمو الاقتصادي من خلال طرح العديد من المنتجات والأدوات المالية المتنوعة التي تلبي حاجات المستثمرين والمؤسسات، وتجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وهو ما ينعكس إيجابا على إنتاجية مختلف القطاعات الاقتصادية؛
- عرف معدل النمو الاقتصادي في الأردن تراجعا ملحوظا في السنوات الأخيرة، فبعد أن وصل إلى ما يفوق: 08 % خلال سنة 2007، لم يتعدى خلال سنة 2020 معدل: 03 %.
- أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن مؤشر نسبة السندات المالية المتداولة أكثر المؤشرات تأثيرا على النمو الاقتصادي في الأردن، إذ أن ارتفاع الأول بـ: 01 % يؤدي إلى ارتفاع الثاني بـ: 37.08 % و68.61 % في الأجلين القصير والطويل على التوالي، ومنه نستنتج أن النمو الاقتصادي في البلد يعتمد بالدرجة الأولى على البرامج والتمويلات الحكومية التي تنفذ من خلال السندات المالية التي يتم إصدارها عبر السوق المالي؛
- من خلال نتائج الدراسة القياسية تبين لنا أن مؤشر معدل القيمة السوقية يرتبط بعلاقة طردية مع معدل النمو الاقتصادي في الأردن، حيث أنه يساهم بـ: 0.03 % في الأجل القصير و0.04 % في الأجل الطويل، وهو ما يبين أهمية المؤسسات المدرجة في البورصة في تنشيط الاقتصاد الأردني؛
- لم يظهر أي تأثير لمؤشر معدل حجم التداول على النمو الاقتصادي لدولة الأردن في الأجل القصير، كما أن تأثيره في الأجل الطويل سلبي وهو غير معنوي عند مستوى دلالة 05 %، مما ينفي وجود التأثير. وبالتالي نستنتج أن معظم الأدوات المالية الأخرى لا تحفز معدلات النمو الاقتصادي مباشرة، لكن أثرها ينتقل عبر قنوات أخرى؛

إختبار الفرضيات

بعد عرض مختلف الجوانب المرتبطة بموضوع الدراسة، نقوم باختبار الفرضيات التي تم وضعها سابقا، كما يلي:

- أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن معدل القيمة السوقية يؤثر إيجابا على معدل النمو الاقتصادي في المدى القصير، حيث أن زيادة الأول بـ: 01 %، يؤدي إلى زيادة الثاني بـ: 0.03 %. كما أن العلاقة بينهما طردية أيضا في المدى الطويل، وأن ارتفاع معدل القيمة السوقية بـ: 01 % يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بـ: 0.04 %، **وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى؛**
- أظهرت نتائج التقدير أن تأثير معدل حجم التداول سلبي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، إلا أن هذا التأثير غير معنوي عند مستوى دلالة 05 %، كما لم نسجل وجود أي تأثير له في المدى القصير، **وهو ما ينفي صحة الفرضية الفرعية الثانية؛**
- من خلال نتائج الدراسة القياسية تبين أن هناك تأثيرا كبيرا جدا لمعدل السندات المالية على النمو الاقتصادي في المديين: القصير والطويل، إذ أن ارتفاع الأول بـ: 01 % يؤدي إلى زيادة الثاني بـ: 37.08 % في المدى القصير، و68.61 % في المدى الطويل، **وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثالثة.**
- من خلال نتائج إختبار الفرضيات الفرعية نلاحظ أن معظم التأثيرات التي تمارسها مؤشرات عمق بورصة عمان على النمو الاقتصادي، هي إيجابية ومعنوية عند مستوى دلالة 05 %، مما يؤكد على الدور الكبير الذي تمارسه البورصة في الاقتصاد وتجسيد مختلف السياسات الاقتصادية في الأردن، **وهو ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية.**

التوصيات

من خلال ما سبق نوصي بما يلي:

- العمل على دعم وتحسين مؤشرات بورصة عمان لما لها من أثار إيجابية كبيرة على النمو الاقتصادي للبلد؛
- تنويع الأدوات والخيارات الإستثمارية في البورصة بهدف جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- محاولة تطوير مختلف البورصات العربية الأخرى لدعم النمو الاقتصادي؛
- دعم عمليات التكامل بين مختلف الأسواق المالية العربية من أجل تحسين أدائها؛
- محاولة الاستفادة من التطور التكنولوجي عبر آلية التداول الإلكتروني بهدف جذب رؤوس الأموال إليها؛
- تعزيز دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات الكبرى للدول العربية وتجنب آليات التمويل الأخرى.

6. قائمة المراجع:

Alshubir, Faris. (2021). The stock market capitalisation and fnancial growth nexus : an Empirical study of western. European countries. Future Business Journal, VOL 07(N 01), 01-20.

GUJARATI, DAMODAR N. & PORTER, C. DAWN. (2009). BASIC ECONOMETRICS (Fifth Edition). MC GRAW HILL. NEW YORK, USA.

Ivic, Mladen M. (2015). CONOMIC GROWTH AND DEVELOPMENT. Journal of Process Management and New Technologies, Vol 03(N 01), 55-61.

Khyareh, Mohsen Mohammadi., & Oskou, Vahid. (2015). The Effect of Stock Market on Economic Growth : The Case of Iran. International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Vol 04(N 04), 52-62.

Masoud, M.H. Najeb (2013). The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 03(N 04), 788-798.

Mirkin Yakov, Kuznetsova Olga, & Kuznetsov Andrei. (2013). The Financial Depth of Emerging Markets : The Case of Russia. Competition and Change Journal, Vol 17(No 2), 156-175.

أبو حمد ,رضا صاحب .(2006) .الخطوط الكبرى في الاقتصاد الوضعي .(الطبعة الأولى) . دار مجدلاوي للنشر والتوزيع. عمان ,الأردن.

الدعمي ,عباس كاظم .(2010) .السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية .(الطبعة الأولى) دار صفاء للنشر والتوزيع. عمان ,الأردن.

العبيدي ,ليث سامي .(2020) .اتجاهات مؤشرات العمق المالي لعينة من الدول العربية :دراسة مقارنة .بحث الدبلوم العالي في العلوم المالية والمصرفية. جامعة الموصل .العراق.

الفكي ,أزهري الطيب أحمد .(2017) .أسواق المال .(الطبعة الأولى)دار الجنان للنشر والتوزيع. عمان ,الأردن.

بخوش ,ليندة .(2021-2022) .أثر تطور النظام المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر :دراسة تحليلية وقياسية للفترة .(1990-2020) أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية.جامعة باتنة 1 .الجزائر.

رضوان ,سمير عبد الحميد .(2009) .أسواق الأوراق المالية :بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات. دار النشر للجامعات .القاهرة ,مصر.

زبدة ,خالد حسن .(2022) .أثر مؤشرات السوق المالي على النمو الاقتصادي :دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين . مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية المجلد 07 (العدد17). 65-78.

شنافة ,جهرة .(2022) .أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي :دراسة قياسية للمملكة العربية السعودية باستخدام نموذج ARDL للفترة .(1990-2020) *مجلة* الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ,المجلد 09 (العدد 01) , 381-410.

عزام ,أشرف عزام محمود .(2017) .مؤشرات العمق المالي للأسواق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي :دراسة حالة سوق المال الفلسطيني .رسالة ماجيستير في الاقتصاد. جامعة الأزهر. غزة. فلسطين.

قسول ,كمال .(2021) .أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا :مقاربة تودا-يماموتو .*المجلة* /لدولية للأداء الاقتصادي ,المجلد 04 (العدد 01). 131-150.

مصيطفى ,عبد اللطيف & , .بن بوزيان ,محمد .(2015) .أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية . (الطبعة الأولى) مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع. بيروت ,لبنان.

نافع ,عمر إيهاب .(2020) .*ال*جهاز المصرفي ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي دار أمجد للنشر والتوزيع .عمان , الأردن.

7. ملاحق:

نتائج إختبار الارتباط الذاتي (LM TEST)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.391845	Prob. F(3,12)	0.2929
Obs*R-squared	5.937195	Prob. Chi-Square(3)	0.1147

نتائج إختبار عدم ثبات التباين (ARCH)

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.051912	Prob. F(1,20)	0.8221
Obs*R-squared	0.056955	Prob. Chi-Square(1)	0.8114

نتائج إختبار الشكل الدالي (Ramsay)

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: PIB PIB(-1) MC MC(-1) MC(-2) TV VBT VBT(-1) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.007453	14	0.3308
F-statistic	1.014961	(1, 14)	0.3308