



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد / قسم الاقتصاد

فعالية النظام المالي في تحفيز النمو الاقتصادي

"الاقتصاد الأردني نموذجاً"

دراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد الطالب:

عصام أمين حسن

إشراف:

أ.د. علي كنعان

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿اقرأ باسم ربك الذي خلق﴾ (1) خلق الإنسان

من علق (2) اقرأ وربك الأكرم (3) الذي علم

بالقلم (4) علم الإنسان ما لم يعلم.....﴿

(سورة العلق)

وقل رب زدني علماً.....﴿

(طه-114)

﴿وما أوتيتم من العلم إلا قليلاً.....﴿

(الاسراء-85)

صدق الله العظيم

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد

لجنة المناقشة والحكم

د. علي كنعان

الأستاذ في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

الاختصاص: الاقتصاد المالي

عضواً مشرفاً



د. اسماعيل اسماعيل

الأستاذ في قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

الاختصاص: التحليل ودراسة الميزانيات

عضواً

د. سليمان موصلي

المدرس في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

الاختصاص: الأسواق المالية

عضواً

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله ربّ العالمين على عظيم نعمه وحسن توفيقه في إعداد هذا البحث.

وبعد:

يتقدم الباحث بجزيل الشكر وعظيم الامتنان والتقدير للسيد الفاضل الأستاذ الدكتور علي كنعان الأستاذ في قسم المصارف والتأمين في كلية الاقتصاد جامعة دمشق على تكمّله وتفضله بالإشراف على هذا البحث وعلى الجهد والوقت الذي بذله في سبيل إتمام البحث وانجازه بصورته النهائية، جزاه الله كل خير.

كما يتقدم الباحث بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور اسماعيل اسماعيل الأستاذ في قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد جامعة دمشق على قبوله بالاشتراك في الحكم على البحث وعلى الجهد المبذول في قراءة ومناقشة هذا البحث.

كما يتقدم الباحث بالشكر والتقدير للدكتور سليمان موصلي المدرس في قسم الاقتصاد في كلية الاقتصاد جامعة دمشق على قبوله بالاشتراك في الحكم على البحث وعلى الجهد المبذول في قراءة ومناقشة هذا البحث.

ويتوجه الباحث بخالص الشكر والعرفان بالجميل إلى كل أساتذته في جميع مراحل دراسته والذي كان لهم الفضل في وصوله إلى هذه المرحلة. ويتقدم بالشكر إلى جميع أساتذته في كلية الاقتصاد والشكر والتقدير لعمادة كلية الاقتصاد على تعاونهم مع الباحث.

والله وليّ الأمر والتوفيق

الإهداء

إلى من علّمني أن المصاعب تسقط أمام عتبة الإرادة والتصميم، إلى اليد الطاهرة التي أزالَت من أماننا الأشواك لتفرش الأمل والثقة بالمستقبل.....

أبي

إلى من ركع العطاء أمام قدميها، وأعطتنا من دمها وروحها حباً وتصميماً لغدٍ أجمل.....

أمي

إلى زهرة النرجس التي تفيض حباً، ونقاءً، وطرّاً، وصفاءً.....

أختي: صفاء

إلى من أحفظ له في القلب قلباً، إلى من يقاسمني الحياة حلوها ومرّها.
نصفي الآخر.....

أخي: محمد

إلى من كان مداداً لقلمي، ومرشداً، وناصحاً لي.....

الدكتور حسين علي

إلى من تفضلوا عليّ بدعائهم وكانوا السند في الأوقات الصعبة.....

أعمامي وأخوالي

رفاق السلاح وأيامي الجميلة.....

أصدقائي

إلى وطني... سورية في أيام المخاض هذه...

إلى كل شهيد حق ورجل علم

إلى روح القائد الخالد حافظ الأسد

الفهرس

2	المقدمة
6	مشكلة البحث
9	أهمية البحث
11	فرضيات البحث
12	منهجية البحث
13	الدراسات السابقة

الفصل الأول

النظام المالي وظائفه وأنواعه:

17	1.1 وظائف النظام المالي
18	1.1.1 إنتاج المعلومات والتخصص الأمثل لرؤوس الأموال
21	2.1.1 تعبئة المدخرات
22	3.1.1 توزيع الأخطار وتخفيضها
25	4.1.1 مراقبة الاستثمارات وحوكمة الشركات
28	5.1.1 تسهيل تبادل السلع والخدمات
29	2.1 أنواع الأنظمة المالية
29	1.2.1 حالة الأنظمة المالية المعتمدة على الأسواق المالية
32	2.2.1 الأنظمة المالية المعتمدة على المصارف
35	3.1 تأثيرات النمو على التنمية المالية

الفصل الثاني

الواقع الاقتصادي والنظام المالي في الأردن

38	1.2. الواقع الاقتصادي
38	1.1.2. الخطط الاجتماعية والاقتصادية
44	2.1.2. الموازنة العامة
45	3.1.2. الإيرادات المحلية
46	4.1.2. الدين العام
48	5.1.2. هيكل أسعار الفائدة
51	2.2. النظام المالي
51	1.2.2. سوق التأمين الأردني
53	1.1.2.2. الهيكل التنظيمي لسوق التأمين الأردنية
56	2.1.2.2. تطور نشاط قطاع التأمين في الأردن
60	3.1.2.2. المؤشرات المالية لقطاع التأمين
64	2.2.2. النظام المصرفي في الأردن
65	1.2.2.2. تركيبة الملكية في الجهاز المصرفي الأردني
66	2.2.2.2. تفرع البنوك داخل المملكة وخارجها
67	3.2.2.2. أزمة الثمانينات والخروج منها
69	4.2.2.2. موجودات البنوك المرخصة العاملة ومطلوباتها في الأردن
72	5.2.2.2. أهم مصادر الأموال
77	6.2.2.2. أهم استخدامات الأموال

84	7.2.2.2	القطاعات المقترضة من الجهاز المصرفي
	3.2.2	سوق عمّان المالي
90	1.3.2.2	نشأة سوق عمّان وتطوره
92	2.3.2.2	التشريعات والقوانين التي تحتكم إليها بورصة عمّان
98	3.3.2.2	تقسيمات سوق عمّان المالي
102	4.3.2.2	العمولات والرسوم في سوق عمّان
103	5.3.2.2	أداء سوق عمّان المالي

الفصل الثالث

التطور المالي والنمو الاقتصادي استطلاع للأدب التطبيقي

107	1.3	مقدمة
111	2.3	عرض النماذج القياسية للدراسات السابقة
125	3.3	طبيعة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي
128	4.3	قوة الارتباط بين التطور المالي والنمو
131		خلاصة الفصل وملاحظاته

الفصل الرابع

النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن دراسة عملية

136	1.4	مصادر المعطيات والمتغيرات المستخدمة
140	2.4	الطرق القياسية المستخدمة
149	3.4	اختبارات التكامل المشترك
159	4.4	استقرار معاملات العلاقات الخطية المدروسة
165	5.4	نموذج تصحيح الأخطاء

167	6.4. السببية Causality في نموذج ECM
173	7.4. حساسية النموذج لمتغيرات التحكم
178	8.4. خلاصة الفصل
180	نتائج ومقترحات
183	قائمة المراجع

قائمة الأشكال البيانية

46	شكل رقم (1-2) يبين هيكل الإيرادات المحلية لعام 2008
57	شكل رقم (2-2) يبين إجمالي اقساط سوق التأمين الأردنية عام 2009
58	شكل رقم (3-2) يبين إجمالي التعويضات لسوق التأمين الأردنية لعام 2009
62	شكل رقم (4-2) يبين تطور حجم موجودات قطاع التأمين خلال خمسة أعوام
63	شكل رقم (5-2) يبين موجودات قطاع التأمين لعام 2007
65	شكل رقم (6-2) يبين تطور عدد البنوك من 2002 حتى منتصف 2009
66	شكل رقم (7-2) يبين تركيب الملكية في الجهاز المصرفي الأردني
67	شكل رقم (8-2) يبين تفرع البنوك داخل الأردن وخارجها
73	شكل رقم (9-2) يبين تطور حجم ودائع العملاء بالدينار والعملات الأجنبية
74	شكل رقم (10-2) يبين ودائع العملاء بحسب النوع في النصف الأول لعام 2010
74	شكل رقم (11-2) يبين ودائع العملاء بحسب النوع لعام 2003
75	شكل رقم (12-2) يبين تطور حجم ودائع القطاع المصرفي في الأردن
76	شكل رقم (13-2) يبين تطور رؤوس أموال مساهمي البنوك وحقوقهم
78	شكل رقم (14-2) يبين تطور التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك
79	شكل رقم (15-2) يبين تطور الارصدة النقدية منذ عام 2003 حتى منتصف 2010
81	شكل رقم (16-2) يبين الرصيد القائم لشهادات الإيداع
81	شكل رقم (17-2) يبين معدل نمو السيولة المحلية في الأردن
82	شكل رقم (18-2) يبين مكونات السيولة المحلية
83	شكل رقم (19-2) يبين العوامل المؤثرة في السيولة المحلية
87	شكل رقم (20-2) يبين حجم التسهيلات الائتمانية من إجمالي موجودات البنوك المرخصة
87	شكل رقم (21-2) يبين توزيع التسهيلات الممنوحة من البنوك للقطاعين: العام والخاص
89	شكل رقم (22-2) يبين التسهيلات الائتمانية حسب القطاعات الاقتصادية
160	شكل رقم (1-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير ASSET
161	شكل رقم (2-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير PRIVA
161	شكل رقم (3-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير LIAB
162	شكل رقم (4-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير CAPI
162	شكل رقم (5-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير VALU
163	شكل رقم (6-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدره بالنسبة للمتغير TURNO

قائمة الجداول

39	جدول رقم (1-2) يبين حجم الاستثمار للقطاعين الخاص والعام:
40	جدول رقم (2-2) يبين توزيع الاستثمارات على القطاعات المختلفة
45	جدول رقم (3-2) يبين الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية إضافة الى الانفاق
50	جدول رقم (4-2) يبين أسعار الفوائد على الودائع والتسهيلات الائتمانية
55	جدول رقم (5-2) يبين أعداد مؤسسات الخدمات التأمينية المساندة
55	جدول رقم (6-2) يبين عدد العاملين في القطاع التأميني
56	جدول رقم (7-2) يبين اجمالي أقساط التأمين 2007-2000
58	جدول رقم (8-2) يبين تطور إجمالي التعويضات لسوق التأمين
59	جدول رقم (9-2) يبين حجم أنشطة إعادة التأمين في الأردن
59	جدول رقم (10-2) يبين تطور استثمارات سوق التأمين الأردني
60	جدول رقم (11-2) يبين صافي الأرباح لقطاع التأمين
61	جدول رقم (12-2) يبين المؤشرات المالية لقطاع التأمين
70	جدول رقم (13-2) يبين استخدامات أموال البنوك في الجهاز المصرفي الأردني
70	جدول رقم (14-2) يبين مصادر أموال البنوك لعامي 2010-2009
84	جدول رقم (15-2) يبين تغير العوامل المؤثرة على السيولة المحلية للأعوام (2010-2004)
99	جدول رقم (16-2) يبين قيمة إصدارات السوق الأولية
99	جدول رقم (17-2) يبين أحجام التداول في السوق الثانوية
100	جدول رقم (18-2) يبين أحجام التداول في السوق النظامي
101	جدول رقم (19-2) يبين عدد السندات المتداولة وقيمتها
102	جدول رقم (20-2) يبين حجم عمليات التحويل خارج القاعة
105	جدول رقم (21-2) يبين حجم التداول في سوق عمان
105	جدول رقم (22-2) يبين أهم المؤشرات المالية في سوق عمان المالي
143	جدول رقم (1-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير ASSET
143	جدول رقم (2-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير LIAB
144	جدول رقم (3-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير PRIVA
144	جدول رقم (4-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير CAPI
145	جدول رقم (5-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير VALU
145	جدول رقم (6-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير TURNO
146	جدول رقم (7-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير GDP
151	جدول رقم (8-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير ASSET
151	جدول رقم (9-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير LIAB
151	جدول رقم (10-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير PRIVA
152	جدول رقم (11-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير CAPI
152	جدول رقم (12-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير TURNO
152	جدول رقم (13-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير VALU

153	جدول رقم (4-14) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير ASSET و GDP
153	جدول رقم (4-15) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير LIAB و GDP
153	جدول رقم (4-16) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير PRIVA و GDP
154	جدول رقم (4-17) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير CAPI و GDP
154	جدول رقم (4-18) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير TURNO و GDP
154	جدول رقم (4-19) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير VALU و GDP
156	جدول رقم (4-20) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير ASSET
156	جدول رقم (4-21) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير LIAB
157	جدول رقم (4-22) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لبواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير PRIVA
157	جدول رقم (4-23) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير CAPI
157	جدول رقم (4-24) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير VALU
158	جدول رقم (4-25) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير TURNO
163	جدول رقم (4-26) يبين اختبار CHOW عند خروج مؤشر المتغير ASEET عن حدي الثقة
164	جدول رقم (4-27) يبين اختبار CHOW عند خروج مؤشر المتغير PRIVA عن حدي الثقة
167	جدول رقم (4-28) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير ASSET
167	جدول رقم (4-29) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير LIAB
167	جدول رقم (4-30) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير PRIVA
168	جدول رقم (4-31) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير VALU
168	جدول رقم (4-32) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير TURNO
168	جدول رقم (4-33) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير CAPI
169	جدول رقم (4-34) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير ASSET والتابع GDP
169	جدول رقم (4-35) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير LIAB والتابع GDP
169	جدول رقم (4-36) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير PRIVA والتابع GDP
170	جدول رقم (4-37) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير CAPI والتابع GDP
170	جدول رقم (4-38) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير TURNO والتابع GDP
170	جدول رقم (4-39) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير VALU والتابع GDP
173	جدول رقم (4-40) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير ASSET
173	جدول رقم (4-41) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير LIAB
174	جدول رقم (4-42) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير PRIVA
174	جدول رقم (4-43) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير VALU
175	جدول رقم (4-44) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير TURNO
175	جدول رقم (4-45) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير CAPI

Keywords:

Financial Development:

التطور المالي

Economic Growth:

النمو الاقتصادي

Financial System:

النظام المالي

Error Correction Model:

نموذج تصحيح الأخطاء

Cointegration:

التكامل المشترك

المقدمة:

تمثل إدارة النظام المالي إحدى التحديات الكبرى التي تواجه صانعي السياسة المالية في جميع البلدان. إذ إنّ كثيراً من الدراسات تبين أن الأداء الاقتصادي الكلي يعتمد في معظم اقتصاديات الدول إلى حد كبير على وضعية النظام المالي، حيث إنّ سير النظام المالي يؤثر في أداء الاقتصاد في الأمد الطويل وفي الاستقرار الاقتصادي في الأمد القصير، وتشكل التшоوهات في القطاع المالي المحلي عقبات حادة أمام النمو في الأمد الطويل من خلال إلحاق الضرر بتراكم رأس المال، ونمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج.

ومن ناحية أخرى، فإنّ مكان الضعف في القطاع المالي قد تكون بحد ذاتها مصدراً لعدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي أو السبب في انتشار الصدمات الاقتصادية الكلية المنبثقة وتعظيمها من نواحٍ اقتصادية أخرى.

تحدثت كثير من الدراسات عن أن القطاع المالي المتطور يمثل دماغ النظام الاقتصادي، ويعمل على تقوية القطاع الحقيقي، كما أنه يعزز جانب العرض في الاقتصاد الوطني من خلال التعريف بالمشاريع المنتجة من الأحجام كافة، وتمويل تأسيسها وتوسعها، وذلك من خلال تجميع الموارد المالية طويلة الأجل وتخصيصها إلى أكثر الاستثمارات إنتاجيةً، وكذلك تمويل فرص جديدة للابتكار والتطور التقني جنباً إلى جنب مع التمويل التقليدي للإنتاج والتصدير.

هذا من جهة ومن جهة أخرى هناك دراسات تحدثت عن الدور الذي يمكن أن يلعبه تطور النشاط الاقتصادي في الدفع باتجاه تطوير القطاع المالي معتبرةً أن الطلب على التمويل من قبل المشاريع الاقتصادية يدفع الأنظمة المالية إلى تطوير أدائها لتلبية هذا الطلب.

في الواقع إنَّ هذه النتائج لم تشكل إجماعاً عند الاقتصاديين المهتمين بالدراسات المتعلقة بالنمو الاقتصادي ومحدداته، فبعضهم يعتقد بأن العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي وحيدة الاتجاه، وبعضهم الآخر يعتقد أن العلاقة هي ذات اتجاهين، حتى إنه ينفي آخرون وجود أي علاقة بين هذين المتغيرين، أو يقولون إنَّ هذه العلاقة محكومةً بمتغيرات اقتصادية أخرى. كل ذلك يدفع إلى إعادة تقييم العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي ليتبين أي نوع من العلاقات يحكم هذين المتغيرين، ولاسيما في ضوء توافر بيانات جديدة عن تطور القطاع المالي. إضافة إلى ما تحققه معرفة طبيعة هذه العلاقة في رسم السياسات الاقتصادية والمالية معاً. فهل يهتم القارئون على هذه السياسات بتطوير القطاع المالي الذي يرفع بدوره معدلات النمو الاقتصادي؟ أم عليهم الاهتمام بتنمية النشاط الاقتصادي. لأنه هو من يدفع النظام المالي لمواكبة تطور هذا النشاط؟ أم عليهم الاهتمام بالجانبين معاً، لأن كلا منهما يتأثر ويؤثر بالآخر؟.

ولدراسة العلاقة المتبادلة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي، تم أخذ حالة الأردن كنموذج تطبيقي للدراسة بالاعتماد على نظرية نشأت حديثاً، وتسمى بنظرية التكامل المشترك (Cointegration Theory). إذ تهتم هذه النظرية بدراسة إمكانية وجود علاقات طويلة الأجل بين متغيرات عدة، إذ إنه من المعلوم أن ارتباط متغيرين فقط لا يعني أن أحدهما يؤثر بالآخر، فقد يكون ارتباطهما ارتباطاً وهمياً (غير حقيقي)، أو أن يكون الاثنان متأثرين بمتغير ثالث فيظهر أنهما مرتبطان. واعتماداً على نظرية التكامل

المشترك سوف يُستخدم نموذج تصحيح الأخطاء الذي يسمح بتقدير العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل في آنٍ معاً، ومعرفة اتجاه هذه العلاقة، وفيما إذا كانت هذه العلاقة سببية أم لا.

وقسّم البحث إلى أربعة فصول، حيث تناول الفصل الأول وظائف النظام المالي و دورها المهم في الاقتصاد من خلال إنتاج المعلومات والتخصص الأمثل لرؤوس الأموال، وتعبئة المدخرات، وتوزيع الأخطار وتخفيضها، ومراقبة الاستثمارات وحوكمة الشركات، وأخيراً تسهيل تبادل السلع والخدمات. كما تطرق الفصل الأول إلى الأنظمة المالية المعتمدة على المصارف والأنظمة المعتمدة على الأسواق المالية، وما لكل منهما من مزايا وانتقادات تعرضت لها هذه الأنظمة.

وتناول الفصل الثاني الواقع الاقتصادي في الأردن، من خلال عرض واقع بعض السياسات النقدية والمالية، والخطط الاقتصادية التي نفذها الأردن، واستعرض الفصل واقع المصارف وسوق التأمين الأردنية إضافة إلى سوق عمّان المالي.

كما ناقش الفصل الثالث الطرائق التي استخدمتها الدراسات السابقة لدراسة العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي، والدراسات التي بينت العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي، حيث أكد البعض منها على وجود علاقة باتجاهين، واستنتج بعض الباحثين الآخرين من أن العلاقة هي باتجاه واحد، إضافةً إلى نفي وجود هذه العلاقة أصلاً من قبل آخرين.

في الفصل الرابع تم اختيار متغيرات عدة تعبر عن مستوى تطور النظام المالي الأردني باستخدام معطيات حديثة صادرة عن صندوق النقد الدولي تمتد لفترة زمنية من عام 1977 ولغاية 2010، منها ما يعبر عن تطور القطاع المصرفي، ومنها ما يعبر عن تطور السوق المالي. حيث تم بدايةً دراسة استقرار

السلاسل المدروسة قبل تقدير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ومن ثمَّ تقدير النماذج التي تعبّر عن هذه العلاقة. وللتحقق من صحة النماذج المدروسة أجريت بعض الاختبارات عليها كما أدخلت متغيرات تحكم (Control Variables) جديدة في هذه النماذج كي يتم التحقق أن غياب هذه المتغيرات لا تؤثر في نتائج التقدير.

مشكلة البحث

نميز في دراسة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي بين الدراسات النظرية والدراسات التجريبية.

❖ **على المستوى النظري:** تطرقت معظم الدراسات إلى دور النظام المالي في تفعيل النمو الاقتصادي، وركزت تركيزاً أساسياً على وظائف النظام المالي من توفير المعلومات حول إمكانيات الاستثمارات وتخصيص رؤوس الأموال للاستثمارات الأكثر فعالية (Morales 2001) (Grossman and Stights 1980)، ومراقبة هذه الاستثمارات عن طريق التدخل في إدارة المشاريع (Levine 2004)، وتسهيل توزيع الأخطار وإدارتها (Levine 1993)، وتجميع المدخرات وتحريكها (Boyd 1992)، وأخيراً تسهيل تبادل السلع والخدمات (Greenwood and Smith 1996). وتقدم معظم الأنظمة المالية هذه الخدمات بصورة عامة لكن نوعية هذه الخدمات وحجمها تتعلق بمستوى تطور هذه الأنظمة.

❖ **على المستوى التجريبي:** تطرقت الكثير من الدراسات إلى تقييم دور النظام المالي في تفعيل النمو الاقتصادي. وقد تطورت هذه الدراسات تطوراً متسارعاً منذ ثمانينات القرن الماضي، وهذا التطور شمل استخدام طرق تقييم مختلفة، أو سلط الضوء على الآلية التي يؤثر من خلالها تطور النظام المالي في النشاط الاقتصادي.

كل ذلك أسهم إسهاماً كبيراً في توضيح طبيعة العلاقة بين مستوى تطور النظم المالية والنمو الاقتصادي، ومع ذلك إن التحليل المعمق لهذه الدراسات يظهر ملاحظات عدة:

(1) فيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي يلاحظ أن معظم الأعمال تناولت هذا الموضوع في إطار تجريبي، لذلك إن توافر معطيات جديدة، وظهور طرق جديدة للتقييم في إطار النماذج القياسية، سوف يسمح باختبار طبيعة العلاقة اختباراً دقيقاً.

(2) اهتم قسم كبير من هذه الأعمال بإظهار وجود ارتباط بين مؤشرات التطور المالي ومؤشرات النمو الاقتصادي دون الاهتمام بطبيعة العلاقة بين هذين المتغيرين (King and Levine 1996). إذ أن مجرد وجود علاقة بين متغيرين لا يعني بالضرورة أن أحدهما يؤثر في الآخر.

(3) الدراسات التي اختبرت اختباراً فعلياً العلاقة السببية بين فعالية النظام المالي ومستوى النشاط الاقتصادي لم تقدم الإجابة نفسها. فبعض الأعمال أكدت وجود علاقة سببية في اتجاهين (Demetriades and Hussein 1996).

أي إن مستوى التطور الاقتصادي يؤثر في فعالية النظام المالي كما يؤثر الأخير في الأول.

رفض آخرون هذه المقولة مبرهنين على أن العلاقة فقط لها اتجاه واحد أي أن النظام المالي هو الذي يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي وليس العكس (Rousseau and Wachtel 1998).

(4) بعض الدراسات أظهرت حديثاً أنه لا وجود لأي علاقة بين تطور النظام المالي والنمو أيًا كانت طبيعة هذه العلاقة (Aghion , Hewitt and Mayer – Foulkes, 2005)، لأن تأثير فعالية النظام المالي في المدى البعيد يعاكس تأثيره في المدى القريب.

(5) بعض الاقتصاديين أشار إلى وجود علاقة غير خطية بين هذين المتغيرين، فالنظام المالي يمكن أن يؤثر سلباً أو إيجاباً في مستوى التطور الاقتصادي وذلك تبعاً لمستوى التطور المالي للبلد (Berthelemy 1998, 2005).

يلاحظ مما سبق أنه على الرغم من ضخامة الأعمال التي عالجت الموضوع، فإنها لم تستطع أن تعطي تفسيراً واضحاً ومقنعاً لفعالية النظام المالي في النمو الاقتصادي، إذ كيف للسياسات التدخلية أن تكون مفيدة في بلد وضارة في بلد آخر، ولماذا قام القطاع المالي في بعض البلدان بدورٍ محوري في دعم النشاط الاقتصادي وتطويره، بينما لم يكن قادراً في بلدان أخرى على النهوض بالمهمة الموكلة إليه، وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي لهذه البلدان.

ومن خلال الأسباب المجتمعة التي تقدم ذكرها لا بدّ من التعمق بالبحث من أجل فهم أفضل لدور النظام المالي في تفعيل النمو الاقتصادي.

أهمية البحث

تناولت الكثير من الدراسات منذ ستينيات القرن الماضي موضوع النمو الاقتصادي، والعوامل المؤثرة فيه. إذ إنه مع تزايد معدلات النمو السكاني أصبحت الحاجة ملحة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة لتلبية متطلبات هذا التزايد السكاني بالنسبة لبعض الدول ولاسيما الصغيرة منها، أو لزيادة رفاهية السكان بالنسبة للبعض الآخر.

لذلك بدأ البحث عن العوامل التي يمكن أن تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي.

في مقدمة هذه العوامل عدّ وجود نظام مالي متطور ذي أهمية بالغة في دفع عجلة الاقتصاد لما له من أهمية في تمويل الاقتصاد، وبالتالي زيادة الإنتاج القومي، وتحقيق معدلات نمو اقتصادية مرتفعة لهذا السبب انصب اهتمام الاقتصاديين على البحث عما يمكن أن يعرقل تطور النظام المالي ووزارة الأعمال التي تطرقت إلى هذا الموضوع منذ فترة الثمانينات، والمستمرة حتى الآن ما هي إلا دليل واضح لمدى أهمية هذا الموضوع.

في الواقع، إن معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة التي عرفتتها مجموعة البلدان الصناعية في تسعينيات القرن الماضي والمرتبطة بالمزايا المحققة بفضل وجود أنظمة مالية متطورة ولاسيما وجود أسواق مالية متطورة وكفوءة، دفع الكثير من الاقتصاديين إلى إضفاء مزايا عديدة لوجود مثل تلك الأسواق كان أهمها دفع عجلة النمو الاقتصادي بوتيرة أكبر، لكن الأزمات التي عرفتتها وتعرفها حالياً النظم المالية العالمية، وحتى المتطورة منها، والتي تتعكس على النشاط الاقتصادي انعكاساً دراماتيكياً ألقى نوعاً من الشك حول الآثار الإيجابية المعزوة إلى تلك النظم (Sharma 2004).

أضف إلى ذلك أن بعض الدراسات الحديثة أظهرت أن تأثير هذه النظم ليس بالقدر نفسه في البلدان جميعها، ولذلك كان من المهم جداً معرفة الأثر الحقيقي لتطور النظام المالي في النمو الاقتصادي، أو بعبارة أخرى ما طبيعة العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي؟.

بالنسبة للبلدان التي تسير في طريق النمو أو البلدان الأقل تطوراً يبدو التحدي كبيراً، إذ هل على حكومات هذه الدول اتباع سياسات تحررية تعمل على تطوير نظمها المالية بالتخفيف من تدخل الدول في النظام المالي، وبالتالي ضمان تحقيق نمو اقتصادي أكبر أم يتوجب عليها التدخل في تحديد ما يضمن توجيه الأموال نحو فرص الاستثمار الأفضل، وبما يمكن من تحقيق تطور أفضل على المدى البعيد.

من هذه الزاوية يعدّ تحديد طبيعة العلاقة بين النظام المالي والنمو خطوة أساسية ومهمة للغاية في تحديد السياسات المالية والاقتصادية الأفضل بما يضمن تحقيق النمو الاقتصادي المنشود في هذه البلدان.

فرضيات البحث:

- (1) وجود علاقة طردية في المدى البعيد بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي في البلدان المتطورة مالياً مما يعني أن البلدان التي تمتلك أنظمة مالية متطورة تميل لأن تكون معدلات نموها الاقتصادية أكبر من تلك التي لا تمتلك مثل هذه الأنظمة.
- (2) إن الطلب على الخدمات المالية، وعلى التمويل نتيجة توسع النشاط الاقتصادي يحث على زيادة فعالية النظام المالي أي إنَّ هناك علاقة سببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي.
- (3) هناك اختلاف في طبيعة العلاقة بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي على المدى البعيد والقصير الأجل، فالعلاقة سلبية بينهما في الأجل القصير وإيجابية في الأجل الطويل.
- (4) الأسواق المالية هي التي تؤثر في النمو الاقتصادي وتحفزه وليس النظام المصرفي.
- (5) العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة ذات اتجاه واحد وليست ذات اتجاهين.

منهجية البحث

يسلط موضوع بحثنا الضوء على دراسة طبيعة العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن في محاولة لمعرفة إذا ما كان التطور المالي هو مجرد مؤشر للنمو الاقتصادي أم أنه عامل فاعل في تحقيق هذا النمو، وهل أن مستوى التطور الاقتصادي يمكن أن يكون أساساً لتطور القطاع المالي في هذه البلدان.

عوّلت هذه الدراسة على نظرية التكامل المشترك (Cointegration)، والتي تنص على أنه لكي يكون هناك علاقة في المدى البعيد بين متغيرين يجب أن يكونا متكاملين فيما بينهما.

حيث تسمح هذه الطريقة باختبار وجود علاقة في المدى القصير الأجل، وبالتالي سنقوم باستخدام النموذج الاقتصادي المسمى تصحيح الأخطاء ECM (Error Correction Model)، أما في الحالة التي لا تسمح باستخدام هذا النموذج سنقوم باستخدام نموذج آخر ألا وهو نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي (Vector Auto-Regressive) VAR.

الدراسات السابقة:

Berthelemy and Varoudakis(1995)

يتطرق هذا المقال إلى العلاقة بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي في مختلف مراحل تطور النظام المالي. حيث ينطلق المؤلف من قناعته بأن العلاقة بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي تتأثر إلى درجة كبيرة بمستوى التطور المالي الذي توصل إليه البلد، وما يدل على ذلك أن بلدان عدة كانت في مرحلة ما قد حققت نمواً اقتصادياً متماثلاً لكن معدلات نموها الاقتصادي اختلفت كثيراً في المراحل اللاحقة، وفي سبيل إثبات ذلك يتقصى المؤلف عن هذه العلاقة في بلدان تختلف عن بعضها باختلاف فعالية أنظمتها المالية. إذ تظهر نتائج النماذج القياسية والاختبارات أنه في البلدان ذات الأنظمة المالية الأقل تطوراً يؤثر النظام المالي سلباً في النمو الاقتصادي، وذلك أن غياب المنافسة في هذه البلدان يؤدي إلى ازدياد هامش الوساطة المالية، وبالتالي إلى انخفاض معدل الفائدة الحقيقي على الاستثمارات، وبالنتيجة إلى انخفاض معدلات النمو.

كل ذلك يؤدي إلى خفض الادخار، وبالتالي إلى انخفاض في فعالية الأسواق المالية والقطاع المصرفي على السواء.

في المقابل، وفي البلدان التي تمتلك قطاعات مالية متطورة تكون المنافسة فيها كبيرة، وهامش الوساطة المالية ضعيفاً مما يحث الأفراد على زيادة ادخارهم، وبالتالي استثمارهم الذي يعمل بدوره على زيادة فعالية القطاع المالي مما يؤثر بدوره في إنتاجية العمل في هذا القطاع، وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي.

Manning M.J.(2004):

يقوم Manning بالبحث عن العوامل التي يمكن أن تؤثر في النمو الاقتصادي، انطلاقاً من قناعته بأن العامل المالي لم يكن هو العامل الحاسم في النمو الاقتصادي الكبير الذي شهدته النمر الآسيوية في فترة الثمانينات و التسعينات كما يعتقد كثير من الاقتصاديين.

باستخدام نماذج قياسية عدة، وطرق مختلفة للتقدير تظهر دراسة Manning أن النمو الاقتصادي في هذه البلدان لا يعود في الحقيقة إلى العوامل المالية أو بعبارة أخرى إلى فعالية النظام المالي بل إلى عوامل أخرى تتعلق بالتطور المؤسسي، الثقافي، السياسي، التنظيمي والبيئي في هذه البلدان.

إذ إن هذه العوامل هي التي تؤثر في حقيقة الأمر في فعالية النظام المالي، مما يعطي خطأ الانطباع بأن فعالية النظام المالي هي التي تؤثر في النمو الاقتصادي، وأن الارتباط المشاهد بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي يوجد فقط في مرحلة التصنيع السريع الذي شهدتها هذه البلدان في فترة الثمانينات والتسعينات.

Loayza and Ranciere (2005):

يختبر Loayza and Ranciere طبيعة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في اثنتين وثمانين بلداً، مستخدمين بعض النماذج القياسية، وتظهر نتائجهم أن أثر القطاع المالي في النمو الاقتصادي في المدى القصير الأجل يختلف عن أثره في المدى الطويل الأجل. بينما يسهم القطاع المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي في المدى الطويل الأجل، إذ يكون تأثير هذا القطاع سلبياً في المدى القصير الأجل. وذلك نتيجة لهشاشة النظام المالي المتأثر بالأزمات المالية التي تقود إلى الركود. وفي مثل هذا

الوضع يقود التوسع في التمويل إلى عدم تحقيق معدلات نمو اقتصادية مرتفعة أو بمعنى آخر إلى تباطؤ في النمو الاقتصادي.

Berthelemy (2005):

في هذا المقال يقيم Berthelemy العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا متسائلاً عن عدم وجود معدلات نمو مرتفعة في هذه البلدان بالرغم من أن بعضاً منها تمتلك أنظمة مالية متطورة إلى حد ما، وكذلك بالرغم من وجود أسواق مالية منذ وقت طويل في بلدان مثل الأردن إلا أن هذه الأسواق لم تسهم في تمويل الاقتصاد كما يجب بل بقيت محدودة.

حيث تظهر نتائج الدراسة أنه ليس من الضروري وجود علاقة طردية بين فعالية الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وإنما تعود طبيعة العلاقة إلى مرحلة النمو المالي التي يمر بها البلد وهذا ما نسميه بوجود توازنات اقتصادية متعددة لها علاقة بمستوى التطور المالي في البلد.

أي أن العلاقة بين فعالية النظام المالي والنمو الاقتصادي ليست علاقة خطية كما يعتقد كثير من الاقتصاديين بل هي علاقة غير خطية.

الفصل الأول

النظام المالي: وظائفه وأنواعه

تمهيد:

إن تحقيق أهداف التنمية يتطلب بصورة عامة وجود نمو اقتصادي كبير ودائم، يكفل الدعم بمتطلبات هذه العملية من تأمين بيئة مناسبة لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية، وتحفيز الادخار والاستثمار المحلي، كما يتطلب تطوير النظام المؤسسي كذلك. ومع أن هذه العوامل تبدو من الأهمية بمكان في جميع البلدان على حد سواء، إلا أنها تكتسب أهمية أكبر في البلدان الأقل تطوراً منها في البلدان المتطورة. ولكن إن تحفيز الادخار والاستثمار، أو تحفيز دخول رؤوس الأموال الأجنبية يتطلب بدوره وجود بنية تحتية مالية تكفل التوزيع الأنسب للموارد وتوظيفها توظيفاً فعالاً. ومن هنا تتبع أهمية وجود نظام مالي متطور بالنسبة لعملية التنمية الاقتصادية.

ويمكن أن نعرف القطاع المالي بأنه الوسيط الذي يتيح تحويل الأموال من ذوي الفوائض المالية إلى ذوي العجز المالي. ويشمل هذا القطاع: المؤسسات المصرفية، وغير المصرفية، وشركات التأمين والأسواق المالية. ولكن من المهم التساؤل كيف يمكن للقطاع المالي أن يقوم بدور في عملية النمو الاقتصادي. إن الجواب على هذا السؤال يكمن في معرفة الخدمات التي يمكن أن يقدمها ذلك النظام للاقتصاد، أو بعبارة أخرى ما هو الدور (الوظيفة) الذي يمكن أن يقوم به القطاع المالي.

1.1 وظائف النظام المالي:

يمثل النظام المالي عصب الاقتصاد المعاصر بما يؤديه للاقتصاد من خدمات كثيرة، وتزداد هذه الخدمات مع تطور هذا النظام. وتتجلى أهمية النظام المالي في الاقتصاد من خلال الوظائف التي يمكن أن يؤديها له والتي يمكن تلخيصها بخمس وظائف أساسية هي: أولاً إنتاج المعلومات والتخصص الأمثل لرؤوس

الأموال، وثانياً تعبئة المدخرات، وثالثاً توزيع الأخطار وتخفيضها، ورابعاً مراقبة الاستثمارات وحوكمة الشركات، وأخيراً تسهيل تبادل السلع والخدمات. وسنقوم فيما يأتي باستعراض هذه الوظائف.

1.1.1 إنتاج المعلومات والتخصص الأمثل لرؤوس الأموال:

يعد تطور النظام المالي أحد الشروط الأساسية لتطور الاقتصاد الحقيقي، وزيادة الاستثمارات وذلك لأن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تنويع الأصول المتاحة للاستثمار، فضلاً عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على زيادة تنوع الاستثمارات في المجتمع. ويتيح النظام المالي التمويل اللازم للاستثمارات عن طريق أدوات مالية متنوعة تعمل على تحقيق درجة عالية من المنافسة، وتضمن فعالية في تعبئة الموارد المالية وتخصيصها للاتجاه نحو الاستثمار¹. كما يقوم النظام المالي بتيسير توزيع الموارد المالية بين القطاعات والمنشآت المختلفة. ويمكن التغلب على أحد المشاكل الرئيسة للقرار الاستثماري من خلال النظام المالي، وهي الفجوة الزمنية بين فترة الاحتفاظ بالاستثمار وفترة الاستحقاق لأن سوق رأس المال تسمح بتحول رأس المال بطريقة اقتصادية. إضافةً إلى أنه يمكن للنظام المالي، وذلك عن طريق الأسواق المالية استرداد الاستثمار في أي لحظة يشاء المستثمر، من خلال السوق الثانوية التي تقدم فرصاً لزيادة رأس المال من خلال طرح أوراق مالية جديدة. مما أعطى الدور الرئيس للأسواق المالية في دفع نمو الاستثمارات، وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن ارتفاع التكاليف المتعلقة بتقييم الشركات والتكاليف الإدارية المرافقة، وكذلك المتعلق منها بشروط الأسواق قد يعمل على عزوف المدخرين عن الاستثمار في النشاطات المختلفة. باعتبار أن هؤلاء المدخرين لا يملكون القدرة على جمع المعلومات ومعالجتها وإنتاجها حول الاستثمارات الممكنة. حتى لو توفرت هذه

¹ د.الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

المعلومات فإنها لن تكون ذات فعالية وغير جديرة بالثقة. لذلك فإن التكلفة الكبيرة للمعلومات وعدم توفرها بفعالية في غياب الأنظمة المالية المتطورة، سوف يعمل على توجيه رأس المال نحو الاستثمارات الأكثر ربحية. وتفترض بعض الدراسات التي عالجتها هذا الموضوع أن رؤوس الأموال تتدفق نحو المشاريع الأكثر ربحية على اعتبار أن المستثمرين لديهم معلومات جيدة حول هذه المشاريع وإداراتها وكذلك الأسواق (Bagehot, 1873)².

يخفض الوسطاء الماليون تكاليف الحصول على المعلومات ومعالجتها، وبالتالي هم يدفعون برؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأكثر فعالية (Boyd and Prescott)³. وفي حال غياب هؤلاء الوسطاء فإن كل مستثمر سوف يواجه تكاليف ثابتة كبيرة مرتبطة بتقييم هذه الفرص الاستثمارية والدراسات المرتبطة بالأسواق. وبالنتيجة فإن مجموعة من الأفراد يمكن أن يشكلوا وسيطاً مالياً يأخذ على عاتقه هذه العملية المكلفة في البحث عن إمكانية استثمار للأفراد الآخرين.

يوضح كل من (Allen (1990), Bhattacharya and Pfeiderer (1985), and (Ramakrishnan and Thakor 1984) في دراساتهم أن الوسطاء الماليين وجدوا للحصول على المعلومات المتعلقة بالمشاريع وبيعها للمدخرين، في حين يرى (Boyd and Prescott) أن الوسيط المالي قد لا يستثمر مدخراته في المشاريع مستخدماً عقود الدين. إذاً الدور الأساسي للوسطاء الماليين هو تحسين تقييم فرص الاستثمار السابقة مع تخصيص إيجابي للموارد. ويعتقد (Ross Levine) أن الوسطاء الماليين يحسّنون فيما بعد تقييم الفرص البديلة للاستثمار من خلال تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات مع تخصيصها تخصيصاً جيداً بين الفرص المختلفة للاستثمار.

² Bagehot, W. (1873), Lombard Street, Homewood, IL: Richard D. Irwin, (1962 Edition).

³ Boyd, J. H. and E. C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions". Journal of Economics Theory, 38: 211-232.

يعمل الوسطاء الماليون على تسريع النمو الاقتصادي عن طريق تحسين الحصول على المعلومات من الشركات والإدارات، وكذلك ظروف السوق. وبافتراض أن المستثمرين يبحثون عن تمويل لمشاريعهم وأن رؤوس الأموال نادرة، حيث إنَّ الوسطاء الماليين الذين ينتجون معلومات أفضل يمولون المشاريع الواعدة، ويحرضون على توظيف أكثر فعالية لرؤوس الأموال (Greenwood and Jovanovic, 1990)⁴، حيث يركز الباحثان في دراستهما على التفاعل بين النمو والتمويل مفترضين أن الوسطاء الماليون يحثون على تخصيص الأمثل لرؤوس الأموال من خلال توفير المعلومات وبالتالي تحفيز النمو.

كما يدعم الوسطاء الماليون معدلات التقدم التكنولوجي من خلال تعريف المستثمرين بهذه المنتجات إلى جانب تحديد أفضل تقنية إنتاج، أو إيجاد منتجات جديدة، وهو ما يتوافق مع رؤية (Joseph Schumpeter's 1912, p.74) حول عملية النمو الاقتصادي ودور التمويل فيها.

كذلك فإن الأسواق المالية يمكن أن تحفز إنتاج المعلومات حول المشاريع، ومع تطور الأسواق يتكون لدى الأفراد حافزاً أكبر للبحث عن المشاريع الأكثر ربحية، مما يوفر المعلومات الكافية عن هذه المشاريع. وبصورة بدهية مع وجود سوق أكبر وذات سيولة أكبر يصبح من الأسهل على الأفراد الذين يملكون المعلومات إخفاء هذه المعلومات واستخدامها لجني الأرباح في السوق. وتوحي بعض النماذج على وجود علاقة بين الأسواق الفعالة، والمعلومات، والنمو على المدى الطويل، غير أن بعض النظريات لا تقر بهذا الارتباط القوي بين هذه المتحولات الثلاثة.

⁴ Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", Journal of Political Economy, 98: 1076-1107.

2.1.1 تعبئة المدخرات:

إن تخصيص رؤوس الأموال باتجاه الاستثمارات الأكثر فعالية يتطلب في الحقيقة أن تكون تلك الاستثمارات على درجة من الأهمية، وبالتالي لا بد من أن تتوفر تلك الأموال لكي تساعد النظام المالي على تخصيصها تخصيصاً أمثلاً باعتبار أن الاستثمارات الأكثر ربحية تتطلب عادة استثمارات كبيرة. وهذا يتطلب من النظام المالي البحث عن رؤوس أموال، وبالتالي تكون إحدى وظائفه الأساسية تعبئة المدخرات لتوظيفها في الاستثمارات المختلفة. وتقتضي تعبئة المدخرات:

- 1 - تخفيض التكاليف المرتبطة بتجميع المدخرات من الأفراد المختلفين.
- 2 - التغلب على اللاتماثل الاعلامي (Informational Asymmetries) أو بعبارة أخرى التغلب على غياب المعلومات الذي يحث المدخرين على الشعور بالاطمئنان وهم يتخلون عن مدخراتهم لإدارتها من قبل أفراد آخرين.

إن تعبئة المدخرات هي عملية مكلفة خاصة عندما يزداد عدد المدخرين، وباعتبار تكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بالاستثمارات المختلفة، أو تكاليف العمليات المرتبطة بتجميع المدخرات هي تكاليف ليست بالقليلة. ولاسيما إذا علمنا أن تعدد المدخرين ينعكس على عدد العقود التي يكون من الواجب إبرامها بين المدخرين والمستثمرين. ويستطيع النظام المالي بما له من إمكانيات كبيرة من خفض التكاليف المتعلقة بتلك العمليات. كما أن المشاريع الأكثر ربحية، والأكثر أهمية بالنسبة للاقتصاد ونموه هي عادة المشاريع الكبيرة التي تتطلب حجماً كبيراً من رؤوس الأموال، وأن قدرة تلك المشاريع على تجميع المدخرات اللازمة لتلك الاستثمارات قد تبدو ضعيفة باعتبار أن تجميعها يتطلب تكلفة قد تكون مرتفعة بالنسبة لتلك المشاريع، مما يدفع تلك المشاريع إلى الدخول في استثمارات صغيرة تتناسب مع حجم مدخراتها والتي تكون غالباً

استثمارات ذات فعالية منخفضة. من هنا تتبع أهمية النظام المالي ودوره في تعبئة المدخرات بحجم أكبر وبتكلفة أقل مما ينعكس بدوره على تكلفة فعالية الاستثمارات على معدلات النمو الاقتصادية.

3.1.1 توزيع الأخطار وتخفيضها:

إن توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الأكثر فعالية ينطوي على توجيهها نحو الاستثمارات الأكثر ربحية والأقل خطراً. كما أن قدرة المستثمر على الموازنة بين الربح والخطر تعكس قدرته على توظيف الأموال بفعالية أكبر. ويمكن التمييز بين الأخطار المتعلقة بالاستثمارات وتقسيمها إلى أنواع عدة⁵:

1 - المخاطر ذات التوزيع الأفقي (بين القطاعات).

2 - المخاطر المتغيرة عبر الزمن.

3 - مخاطر السيولة.

إن قدرة النظام المالي على توزيع الأخطار يمكن أن يؤثر في التطور الاقتصادي طويل الأجل، إما من خلال تغيير تخصيص رؤوس الأموال أو من خلال التأثير في معدلات الادخار. وتتميز هذه القدرة من خلال التوفيق بين متطلبات المدخرين الذين يميلون عادة للابتعاد عن المخاطرة من خلال الاستثمار في المشاريع ذات العائد الأقل وبين اتجاه المدراء للاستثمار في المشاريع الأكثر ربحية، والأكثر خطورة في آنٍ معاً. وبما أن النظام المالي لديه القدرة الأكبر على الحصول على المعلومات وبتكلفة أقل ولذلك يسهم هذا

⁵ Levine, Ross. (2003), "Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms"p14.

النظام في تخفيض الأخطار وتوزيعها، وتكون لديه القدرة الأكبر على تحويل الاستثمارات نحو المشاريع ذات العائد المتوقع الأعلى (Greenwood and Govanovic,1990)⁶.

في هذا الصدد ينوه كل من (Acemoglu and Ziliboti 1997)⁷ إلى العلاقة بين تخفيض الأخطار وتوزيعها والنمو مشيرين إلى أن:

أ) العائد المرتفع متلازم مع المشاريع ذات المخاطرة الكبيرة والتي تتطلب استثماراً أولاً كبيراً.

ب) الأفراد لا يفضلون عادة المخاطرة حيث تميل المشاريع الأكثر أماناً لأن تكون ذات ربحية أقل.

ج) رأس المال نادر.

لكن في ظل غياب المشتقات المالية التي تسمح للأفراد بالتنوع في محافظهم سوف يتجنب الأفراد المشاريع ذات الخطر الكبير وبالتالي الإيراد الكبير. ويشير الباحثان إلى أن أثر توزيع الأخطار في النمو الاقتصادي يكمن في أن الأنظمة المالية التي تسمح للأفراد بتملك محفظة متنوعة من المشاريع ذات المخاطرة تسمح للشركات بالاستثمار في المشاريع ذات العائد العالي، والذي يؤثر تأثيراً إيجابياً في النمو.

أما فيما يتعلق بدور النظام المالي بتسريع عملية التقدم التكنولوجي يشير (King and Levine,1993b)⁸ إلى أن توزيع الأخطار يدعم النشاط الابتكاري. حيث إن الأفراد يحاولون باستمرار تحقيق عائد أكبر من خلال استخدام تقنيات متطورة عن تلك التي يستخدمها الآخرون. ولكن كما نعلم أن

⁶ Greenwood, G. and B. Jovanovic (1990), "financial Development, Growth, and the Distribution of Income" , Journal of Political Economy, 98:1076-1107.

⁷ Acemoglu, D. and F. Zilibotti (1997), " Was Prometheus Unbound by chance? Risk Diversification, and Growth" Journal of Political Economy, 105: 705-775.

⁸ King, R. G. and R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", Journal of Monetary Economics, 32: 513-542.

الاستثمار في الأنشطة التي تعتمد على الابتكار تتم عن خطر كبير، وبالتالي إن قدرة النظام المالي على تخفيض المخاطر يعمل على تحفيز الاستثمار في مثل هذه النشاطات.

ومن هنا نلاحظ أن الأنظمة المالية من خلال تخفيضها وتوزيعها للخطر تسهم في تسريع التقدم التقني والنمو الاقتصادي.

إلى جانب المخاطر ذات التوزيع الأفقي يمكن أن نلاحظ أن الأخطار تتغير تبعاً للزمن. في النوع الأول من المخاطر وعلاقته بالنمو الاقتصادي يميل الباحثون إلى التركيز على دور الأسواق المالية في تخفيض هذا النوع من الخطر وتوزيعه ، بينما يركز هؤلاء الباحثون في النوع الثاني من الأخطار على دور الوسطاء الماليين في توزيع هذه الأخطار وتخفيضها ، باعتبار أن هذه المخاطر لا يمكن أن تتشكل في لحظة معينة من الزمن (كخدمات الاقتصاد الكلي) بل إنها تتشكل عبر أجيال. كما أن الوسطاء الماليين الذين يمتد نشاطهم لفترة طويلة يستطيعون تخفيض الأخطار على امتداد تلك الفترة من خلال الاستثمار طويل الأجل الذي يقدم عادة إيراداً مستقراً نسبياً فيكون إيراداً منخفضاً بعض الشيء في فترات الازدهار ومرتفعاً في فترات الركود الاقتصادي مقارنة بالاستثمارات الأخرى.

النوع الثالث من المخاطر هو مخاطر السيولة حيث يعرف (Ross Levine (2003⁹ السيولة بأنها سرعة وسهولة تحويل الأدوات المالية إلى قوة شرائية عند أسعار معينة. وتنشأ مخاطر السيولة بسبب ظروف عدم التأكد المرتبطة بإمكانية تحويل الأدوات المالية إلى وسيلة مبادلة. ويرى أن اللاتماثل الإعلامي وتكلفة المعاملات قد تخفض درجة السيولة وحدة مخاطرها. هذه الظروف تخلق باعثاً لنشوء الأسواق والمؤسسات

⁹ مرجع سبق ذكره، Ross, Levine. (2003), p8

المالية التي تعزز السيولة. من جهة أخرى العلاقة بين السيولة والتطور الاقتصادي تصبح أكثر قوة عندما تتطلب بعض المشاريع ذات العائد الكبير ارتباطاً طويلاً بالأجل برأس المال، في حين أنّ المستثمرين لا يفضلون التخلي عن مدخراتهم لفترة طويلة، وتجدر الإشارة كذلك إلى أن النظام المالي يعمل على توزيع الأخطار وتقليلها من خلال الآلية التي تتمتع بها الأسواق المالية. فالمعلومات والتقارير المتاحة حول كل منشأة وقطاع يعكس وضعه وتعدّ حركة الأسعار بمثابة رقابة ومرشد أحياناً. فانخفاض سعر الورقة المالية لمنشأة يعكس ضعف الثقة في تلك المنشأة بحيث إنّ المستثمرون يحجمون عن الاستثمار في هذه المنشأة مما يؤدي إلى ارتفاع كلفة التمويل بالنسبة لها، وهو ما تخشاه المنشآت في السوق¹⁰. من هنا نرى أن كل منشأة تسعى إلى رفع أسعار أوراقها المالية والاستفادة من ارتفاع هذه الأسعار الذي يعني بالضرورة انخفاض كلفة التمويل. أضف إلى ذلك إنّ ارتفاع الثقة بالأوراق المالية للمنشأة يمكن المستثمر من توزيع الأخطار من خلال المحافظ الاستثمارية المناسبة. فنراه يختار بعض القطاعات التي يكون فيها عنصر المخاطرة كبيراً والآخر قليلاً وفي حال حدوث انخفاض في سعر بعض الأوراق المالية يتم التعويض عنها من خلال باقي الأوراق في المحفظة.

4.1.1 مراقبة الاستثمارات وحوكمة الشركات:

تعرف نظرية الوكالة مشكلة حوكمة الشركات بمفهوم هل أن المدراء يتصرفون في مصلحة حاملي الأسهم الممولين (Fama and Jensen, 1983 a,b). إنّ غياب الوسطاء الماليين الذين يساعدون في حوكمة الشركات يسهم في إعاقة المدخرات وتعبئتها وتحريكها وبالتالي يمنع رأس المال من أن يتجه إلى الاستثمارات

¹⁰ الدسوقي، إيهاب، مرجع سبق ذكره.

الأكثر ربحية (Stiglitz and Weiss, 1983)¹¹. طالما أنَّ المستثمرين يحثون مدراء الشركات على تعظيم الشركة فإن ذلك سوف يؤثر إيجاباً في كفاءة تخصيص الأموال في الشركة، ويدفع هؤلاء المستثمرين إلى تمويل أكبر للإنتاج، ودفع المديرين إلى استخدام أفضل للتكنولوجيا والتجديد في عملية الإنتاج. بالإضافة إلى ذلك إن عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والمدراء قد يمنع تحقيق حوكمة الشركات بفعالية. ويدفع المدراء إلى توجيه الأموال نحو الاستثمارات التي تكون في مصلحتهم، وليس من مصلحة الشركة إلا إذا كان هناك نظام مالي متطور قادر على تطبيق حوكمة الشركات بفعالية (Shleifer and Vishny, 1997)¹². إضافةً إلى ذلك إن المستثمرين الصغار غير قادرين على مراجعة المدراء، بالنتيجة كلما كان النظام المالي متطوراً، كلما قلت المشاكل المتعلقة بحوكمة الشركات، وهناك الكثير من الأبحاث التي تناولت الموضوع الذي يتعلق بدور النظام المالي وأدواته المالية التي تنشأ كمحاولة إيجاد طريقة في تحقيق تكاليف مراقبة المدراء وأدائهم ومعرفة دورهم في العمل على تحقيق مصالح المستثمرين ورفع كفاءة الشركة (Boyd and Smith, 1994) وكذلك (Diamond, 1984). وتجدر الإشارة إلى الوسطاء الماليين الذين يقللون عدم تماثل المعلومات يقللون في الوقت نفسه العقوبات التي تعترض تمويل الشركات، ويسهّلون عملية تخصيص الموارد للاستثمارات الأفضل.

في هذا السياق يوضح (Boyd and Smith, 1992)¹³ أن رأس المال يتجه من المناطق الفقيرة برأس المال إلى المناطق الغزيرة برأس المال، طالما أن هذه الأخيرة (المناطق الغزيرة) فيها وسطاء ماليون قادرون على تخفيض كلفة مراقبة الاستثمارات بفعالية أكبر من المناطق الفقيرة برؤوس الأموال. وحتى لو

¹¹ Stiglitz, J. and A. Weiss (1983), "Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets", American Economic Review, 73(5): 912-927.

¹² Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, 52: 737-783.

¹³ Boyd, J. H., and B. D. Smith (1992), "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", Journal of Monetary Economics, 30: 409-432.

كان الإنتاج في المناطق الفقيرة برؤوس الأموال أكبر منه في المناطق الأخرى إلا أن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأماكن التي يستطيعون فيها مراقبة استثماراتهم. ومن هنا يستنتج أن المناطق التي يعزف عنها الوسطاء الماليون يكون فيها تخصيص غير أمثل لرؤوس الأموال.

فيما يخص النمو الاقتصادي يبين (Bencivenga and Smith,1993)¹⁴ أن الوسطاء الماليين الذين يحسنون حوكمة الشركات من خلال الاقتصاد في نفقات الرقابة يخفضون في الوقت نفسه تقنين القروض وبالتالي تحفيز الإنتاجية وتراكم رأس المال وبالتالي النمو الاقتصادي. ويبين (Sussman,1993) and (Zeira 1999)¹⁵ أن الوسطاء الماليين يسهلون تدفق الموارد من المدخرات إلى المستثمرين في حال عدم تماثل المعلومات وبالتالي تؤثر إيجاباً في النمو.

بالعودة إلى الأسواق المالية فإن عدداً كبيراً من الأبحاث يبين أهمية الأسواق المالية وفعاليتها في تحسين حوكمة الشركة. حيث يرى (Jensen and Meckling,1976)¹⁶ أن تداول الأسهم في الأسواق المالية يعكس بصورة فعالة المعلومات حول الشركات، مما يسمح للمالكين ربط تعويضات المدراء بأسعار الأسهم في السوق. وبالتالي فإن ربط مكافآت المدراء بكفاءة السوق يساعد في وضع مصلحة المدراء ومصلحة المالكين في خط واحد، كما يرى (Jensen and Murphy,1990)¹⁷ وبالتالي يساعد في تخفيض مشاكل حوكمة الشركات.

¹⁴ Bencivenga, V. R. and B. D. Smith (1993), "Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model", Journal of Economic Dynamics and Control, 17: 97-122.

¹⁵ Sussman, O. (1993), "A Theory of Financial Development", In: Finance and Development: Issues and Experience, Ed: A. Giovannini, (Cambridge: Cambridge University Press): 29-64.

¹⁶ Jensen, M. and W. R. Meckling (1976), "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3: 305-360.

¹⁷ Jensen, M. and K. Murphy (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives", Journal of Political Economy, 98: 225-263.

5.1.1 تسهيل تبادل السلع والخدمات:

يمكن للنظام المالي أن يقوم بدورٍ في تسهيل تبادل السلع والخدمات من خلال قدرته على تخفيض تكاليف هذا التبادل. يبين (Greenwood and Smith, 1996)¹⁸ بأن تطور النظام المالي يعمل على التخصص في الإنتاج الذي يتطلب سهولة في التبادل وباعتبار أن التبادل مكلف لذلك يعمل النظام المالي على تخفيض تكاليف ذلك التبادل مما يسهل عملية التخصص بذاتها. ولا يمكن إغفال ما للتخصص من أهمية كبيرة في التأثير على زيادة حجم الإنتاج وتحسين الإنتاجية. مما يوضح الدور الذي يقوم به النظام المالي في تسهيل تبادل السلع والخدمات (من خلال التأثير على تكلفة هذا التبادل) وبالتالي التأثير على الإنتاجية التي تُعدُّ أساس النمو. من جهة أخرى لا يمكن إغفال ما للنظام المالي وتطوره من دور في تسهيل عملية التبادل من خلال جملة الخدمات التي يؤمنها القطاع المالي فيما يتعلق بتسهيل عملية تحويل الأموال التي تتطلبها عملية التبادل. فالنظام المالي يوفر خدمات التمويل للمنتجين والمستهلكين الأمر الذي يسرع عمليات الإنتاج وإعادة الإنتاج مما يزيد من معدل النمو الاقتصادي.

¹⁸ Greenwood, J. and Smith, B. (1996), "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 21 (1):145-181.

2.1 أنواع النظام المالي:

تقسّم الأنظمة المالية إلى أنظمة مالية معتمدة على الأسواق أكثر من اعتمادها على المصارف في حين تعتمد الأنظمة الأخرى على المصارف أكثر منها على الأسواق المالية، ونورد هذان النوعان كآلاتي:

1.2.1 حالة الأنظمة المالية المعتمدة على الأسواق المالية:

تعدّ حالة الأنظمة المعتمدة على الأسواق المالية في الأساس انتقاداً للمشاكل التي تخلقها البنوك. إذ إنّ وجود نظام مالي معتمد على المصارف يقوم بدورٍ سلبيٍّ في التأثير على المشروعات. حيث إنّ وجود مصارف كبيرة لديها معلومات كثيرة عن المشاريع يجعل المصارف تجني إيرادات من هذه المشاريع وبدورها المشاريع تدفع للمصارف للحصول على التمويل اللازم، ولذلك يرى بعض الباحثين أن الأنظمة المالية المعتمدة على المصارف يقوم بدورٍ سلبيٍّ فيما يتعلق بدفع المشاريع نحو التجديد وبالتالي دور سلبي على الاقتصاد. كما تميل كلفة الإقراض إلى الارتفاع مع طول أجل القرض واحتمال ارتفاعها عندما يصبح القرض كبيراً نسبة إلى حافطة المصرف الكلية، وبالتالي فإن سعر الطلب على الاقتراض طويل الأجل سيكون مرتفعاً في بيئة تهيمن عليها المصارف. ففي هذا الوضع يمكن للسوق المالية أن تقدم بديلاً وهو التمويل بالسندات.

كما أن الشركة تسعى أحياناً إلى التمويل عن طريق طرح أسهمها للاكتتاب في حال كانت كلفتها أقل من كلفة عقود الدين وذلك يمكنها من تقليص المخاطر التي تواجه صاحب المشروع من خلال تخفيضه للرافعة المالية فتكون الأرباح أقل عرضة للتقلبات كما تخفض تأثير أسعار الفائدة على العقود. يمكن للأسواق المالية أن تحسن رفاهية المقترض والمقرض فعلى سبيل المثال إن الأسواق المالية قادرة على جعل الأسهم في المشاريع طويلة الأجل أكثر سيولة من خلال تسهيل تداولها، الأمر الذي يزيد جاذبية تداول الأسهم

وبالتالي زيادة حجم التمويل. كما يمكن التمويل من خلال الإسهام في رأس المال الحد من صغر الشركات التي تتخلى عن مشروعات الاستثمار الكبيرة ذات المخاطر، والتي يكون تكلفتها تمويلها بوساطة الدين مرتفعاً والذي يعزز النمو الاقتصادي. كما تمكن الأسواق المالية الكبيرة والسائلة أن تفسح المجال أمام الوكيل للكسب من خلال الحصول على معلومات خاصة مما يحفز على اقتناء هذه المعلومات كما يمكن من تسهيل شراء الشركات غير الكفوءة من قبل شركات أخرى، وتحسين إدارة وضبط الشركات من خلال تمكين أصحابها من ربط رواتب المديرين بقيمة الشركة، الأمر الذي يخفف مشكلات الوكالة من خلال إدخال التوازن بين الحوافز ومصالح المديرين.

إن أنصار النظام المالي المعتمد على الأسواق المالية يدعون أن السوق توفر أدوات متعددة وأكثر أماناً لتقليل المخاطر، وتوفر أدوات أكثر مرونة بينما الأنظمة المعتمدة على البنوك قد تؤمن إدارة المخاطر بكلفة أقل لكن في وضع قياسي (Standard) وهكذا فإن الاقتصاد يتطور ويحتاج إلى إغناء أدواته لإدارة المخاطر، والنهوض برأس المال، وبالتالي يستفيدون من بيئة قانونية ونظامية تطور النشاطات المعتمدة على الأسواق المالية، والتي تكون مرتبطة عموماً بالنمو. كما يرى بعض الباحثين أن الأنظمة المالية المعتمدة على البنوك قد تحبط الابتكارات الجديدة والنمو وقد وجد (Weinsten and Yafeh, 1998) دليلاً على ذلك من اليابان فأوضح أن العلاقة القوية التي تربط المشاريع مع المصارف الكبيرة تمكنها من الحصول على التمويل اللازم وغير المقيد، وبالتالي فإن هذه المشاريع ذات العلاقة القوية مع البنوك تتميز بـ¹⁹:

1 - استراتيجية نمو متحفظة، وبالتالي معدل نمو أقل من المشاريع التي لا ترتبط بمصارف كبيرة.

2 - أرباح أقل منسجمة مع الأرباح التي تجنيها المصارف من علاقتها مع الشركات.

¹⁹ مرجع سبق ذكره، Levine, R. (2003).

وبالتالي يعتقد الباحثان أن الأنظمة المالية المعتمدة على البنوك هي أقل فعالية من تلك المعتمدة على الأسواق فأصحاب المصارف يتصرفون وفق مصالحهم الخاصة مما يجعلهم يتآمرون مع المشاريع ضد المقترضين ولاسيما إذا كان مدراء المشاريع كريمين معهم.

ويحقق تمويل الأسواق المالية المزايا الآتية:

1. تجميع الأموال من المؤسسات ذات الفائض وإقراضها للمؤسسات ذات العجز.
 2. تنشيط الاستثمار في الاقتصاد الوطني.
 3. نشر المعلومات عن الصناعة والتجارة مما يوفر دليلاً للمستثمر حول استثماره واختيار المحفظة المالية المناسبة.
 4. تمتك الأسواق المالية قاعدة بيانات عن المصارف وشركات التأمين والشركات المساهمة وبالتالي هي أفدر على معرفة الوضع الاقتصادي.
- كما أن هناك سلبيات للأسواق المالية منها:
1. تميل الأسواق المالية لتشجيع المضاربة أي زيادة حجم رأس مال المضاربة.
 2. لا تهتم بالنمو الاقتصادي بل اهتمامها بالمضاربة أكبر.
 3. تخدم مصالح كبار المضاربين.
 4. إن عملية بيع الأسهم وشرائها لا تخدم الاقتصاد بل إنها عملية نقل ملكية من شخص لآخر أي إنها لا تحقق أي قيمة مضافة للاقتصاد.

5. سرعة انتقال الأزمات والأمثلة على ذلك كثيرة مثل أزمة 1978 في الولايات المتحدة الأمريكية، أزمة 1997 في جنوب شرق آسيا، وأزمة الرهن العقاري 2008 لعدم وجود ضوابط مما يجعل الأسواق المالية تقوم بدورٍ كابحٍ للنمو أكثر منه تنموي. ويرى البعض أن السبب يعود لعدم وجود ضوابط.

2.2.1 الأنظمة المالية المعتمدة على المصارف:

المصارف هي شركات تعلن استعدادها التام لتوفير أصول سائلة ذات سمات جذابة ولتقديم قروض ذات معلومات كثيفة²⁰.

ناقش الاقتصاديون الأهمية النسبية المقارنة للأنظمة المالية المعتمدة على المصارف واعتمدوا في نقاشهم على أن المصارف يمكن أن تسهم في:

1 -الحصول على المعلومات من الشركات.

2 -الاستعداد المسبق للحد من المخاطر.

3 -تجميع رأس المال.

4 -تسهيل التحويلات.

كما يمكن للبنوك القيام بهذه الوظائف بكلفة أقل مما يمكن للأفراد القيام به، ويعني ذلك أنه لو قامت المصارف بتحميل علاوة تمويل خارجي تجاه توفير خدماتها المشابهة لتلك التي يمكن توفرها في حال غيابها فإنها توفر عندئذ أرباحاً مفرطة. فجاذبية هذه الأرباح تشكل المنطلق لبروز المصارف كتجاوب للسوق مع

²⁰ الدسوقي، إيهاب، مرجع سبق ذكره.

الفرص الممكن توفرها في حال غيابها. ويمكن للمصارف القيام بذلك من خلال تجميع مطالبيها وأصولها واستغلال وفورات الحجم والنطاق، ومن شأن تجميع المطلوبات السماح للمصارف بتمويل المشروعات ذات المردود المرتفع، فهي من خلال تجميعها للموارد تخفف من مخاطر السيولة، والسماح بتوفير أصول ذات آجال قصيرة. كما يمكنها من خلال تجميع موارد المقرضين الاستفادة من مبدأ الإعداد الكبير لإصدار خصومات سائلة، وفي الوقت نفسه بالاحتفاظ بنسبة قليلة من الموارد بصورة أصول سائلة، ويستثمر الباقي في مشاريع منتجة أما تجميع الأصول فإنه يتيح التنويع، وذلك من خلال تمويل عدد كبير من المشاريع مما يخفف من تكاليف المتابعة المتوجبة على مقرضي المصارف بما يسمح باستقطاب أرصدة بأسعار فائدة أدنى.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن المصارف يتوجب عليها تحمل التكاليف المترتبة على التعرف على هوية المقترضين، وتقييمهم وتطبيق عقود القرض، وبما أن التكاليف يتم احتسابها على أساس تحملها تجاه كل قرض فإن قيام المصارف ببعض النشاطات يؤدي إلى تخفيض كلفة قيامها بنشاطات أخرى فيصبح بمقدور المصارف الاستفادة من وفورات الحجم والنطاق من خلال تقديم قروض كبيرة، وبالتالي تقليل الكلفة على كل دولار يتم إقرضه. وباختصار تستطيع المصارف استقطاب المدخرات وتحقيق الربحية في آن واحد لأن تجميع الأصول والخصوم ووفورات الحجم والنطاق تسمح بتقديم أصول ذات مزيج من الخصائص الجذابة على صعيد العائد المتوقع والمخاطر والسيولة، والتي تفوق الطابع النقدي السائد في حافطات المقرضين المحتملين²¹. وبالرغم من مساهمتها المهمة فإن المصارف توفر حلاً كاملاً للمشاكل التي يفرضها العالم الحقيقي على نشاط الوساطة المالية. فالمصارف مؤسسات توفر للمدخرين أصولاً سائلة وآمنة وتتعاطى بالإقراض المتطلب لكثافة المعلومات، فهذا التخصص على جانبي الأصول والمطلوب في ميزانيتها يعني أنها

²¹ د. بيتر ج. مونتييل، التمويل والرفاهية والنمو، معهد السياسات الاقتصادية، الندوة الثالثة، 2003.

لا تسيطر بصورة مطلقة على أشكال الوساطة المالية الأخرى أي إنّ السوق المالي يشمل على مواقع تتركها المصارف دون ملئها.

ويرى²² (Ross Levine, 2003) أن الأسباب الرئيسة للأخذ بالأنظمة المعتمدة على الأسواق المالية لن تكون فعالة بالحصول على المعلومات حول الشركات والمدراء مما يؤدي إلى سوء في تخصيص الموارد والأداء الاقتصادي، وأن البنوك لا تعاني من نقاط الضعف الأساسية التي تعانيها الأسواق. وتحقق المصارف عند تمويلها للشركات:

1. جمع المعلومات حول الشركات والفروع الصناعية والتجارية كافة. مما يجعلها تمتلك قاعدة بيانات هائلة عن الاقتصاد الوطني.
2. أرباح كبيرة أكثر من الشركات الصناعية أو التجارية.
3. الحق بالمضاربة في الأسواق المالية.
4. توظيف أموالها في القطاعات الأكثر ربحية.
5. النهوض بالاقتصاد الوطني من خلال تمويلها للشركات ولاسيما في الحالات التي تحتاج فيها الشركات هذا التمويل.
6. إن تمويل المصارف للشركات يتم بعد دراسة معمقة لوضعها، إضافةً إلى دراسة قوائمها المالية مما يخفف من مشاكل عدم السداد، ووقوع هذه الشركات بحالة عجز.

²² مرجع سبق ذكره، Ross Levine

3.1 تأثيرات النمو على التنمية المالية:

إنَّ تأثير علاوة التمويل الخارجي على التنمية المالية يجعل العلاقة بين النمو والتنمية المالية باتجاهين، فنمو دخل الفرد يساند التنمية المالية والتنمية المالية تعزز النمو الاقتصادي في المدى البعيد. ويؤثر نمو دخل الفرد في التنمية المالية لأسباب عدة:

- 1 - إن البلدان ذات الدخل المرتفع تميل إلى أن يكون لديها منشآت كبيرة، ولأن صافي الأصول المرتفع لدى المنشآت الكبيرة يخفض تكاليف المتابعة، مما يخفض تكاليف الوساطة، وبالتالي يعزز الوساطة.
- 2 - إن تواجد منشآت كبرى تتمتع بمستوى مرتفع من صافي الأصول يسمح بتوفير السيولة للمدخرين مما يساعد في تنمية الأسواق المالية من خلال تخفيض تكاليف إصدار الأوراق المالية.
- 3 - إن دخل الفرد المرتفع يسهل الوساطة المالية من خلال أنظمة كفوءة متعلقة بحقوق الملكية والمعايير المحاسبية والجهاز القضائي.

إن تيسير التنمية المالية يتم بصورة تعاقبية، فمن خلال المستويات المتدنية للدخل يهيمن التمويل الذاتي أو التمويل غير المنظم المتصل بالعلاقات الاجتماعية. حيث إنَّه خارج إطار تلك العلاقات ستكون علاوة التمويل الخارجي كبيرة. ومع ارتفاع الدخل يرتفع صافي أصول المنشآت، ويتحسن توفر السلع العامة المطلوبة لتخفيض علاوة التمويل الخارجي، مما يرفع حصة الوساطة الكلية التي يقوم بها النظام المالي. لكن عندما يكون عدد المنشآت الكبرى قليلاً نسبياً، والرهونات محددة فإن المصارف التجارية تصبح الوسيط المهيمن لأن وظائف التقييم والمتابعة تقع ضمن اختصاصات المصارف تبقى مهمة.

يرى (1992) Ross Levine أنه عند ارتفاع الدخل الحقيقي تتجه نسبة أصول المؤسسات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى الارتفاع. كما وجد أن أهمية الوساطة تتغير عند ارتفاع الدخل، إذ تصبح المصارف المركزية أقل أهمية، وتزداد أهمية الودائع المصرفية في المرحلة الأولى ثم تزداد أهمية الوسطاء الآخرين (الصناديق المشتركة، صناديق التقاعد.....الخ). أما (1991) Gelter and Rose لدى استخدامهم بيانات عن (69) تسعة وستين بلداً نامياً و(21) واحد وعشرين بلداً صناعياً خلال الفترة 1950-1988 عن وجود عامل ارتباط إيجابي في البيانات التربيعية بين لوغاريتم الناتج المحلي للفرد، ولوغاريتم كل من نسبة الإقراض للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة شبه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان النامية²³. ووجد (1997) Levine أن نسبة خصومات الوسطاء الماليين السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي ترتفع مع ارتفاع مستوى دخل الفرد، وذلك عندما استخدم بيانات سنوية عن (80) ثمانين بلداً تغطي الفترة 1960-1989. كذلك الحال فيما يتعلق بنسبة كل من الائتمان الموجه إلى القطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان وإلى الناتج المحلي الإجمالي.

²³ د. بيتر ج. مونتيل، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثاني

الواقع الاقتصادي والنظام المالي

في الأردن

المبحث الأول

1.2. الواقع الاقتصادي

يلتزم الأردن بمبادئ النظام الاقتصادي الحر، ودور الحكومة يقتصر على المشاركة في المشاريع الاقتصادية الكبرى، وإتاحة الأجواء المناسبة لاتساع دائرة الاستثمارات الخاصة، ويبلغ متوسط الإنفاق في الموازنة حوالي (50%) من الناتج المحلي الإجمالي لأسباب تعود لارتفاع المصروفات المخصصة لتهيئة البنية التحتية الأساسية والأمن الوطني.

1.1.2. الخطط الاجتماعية والاقتصادية:

هناك سلسلة من الخطط الاقتصادية والاجتماعية التنموية التي نفذها الأردن يمكن إيجازها بالآتي²⁴:

أولاً: خطة السنوات السبع (1964-1970):

استهدفت هذه الخطة توظيف حجم الاستثمارات المقدرة بحوالي (127) مليون دينار أردني، والممولة من حصة الإيرادات الحكومية البالغة (21) مليون دينار، والقطاع الخاص (47) مليون دينار، والقروض والمساعدات (59) مليون دينار لتحقيق الأهداف الآتية:

- تخفيض عجز الميزان التجاري.
- تخفيض الاعتماد على المساعدات الخارجية.
- زيادة الناتج القومي الإجمالي بنسبة (7.3 %).

²⁴ التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني للأعوام (1964-2002).

وتقدر الاستثمارات المخططة ما يقارب (260) مليون دينار حصة الحكومة منها (50.4)، والباقي من القطاع الخاص إلا أن العدوان الإسرائيلي على الدول العربية، ومنها الأردن عام 1967 أدى إلى تعطيل المسيرة وإصابتها بأضرار فادحة حيث توقفت التنمية الاقتصادية وتقطعت أواصر الاقتصاد الوطني وتجمدت الكثير من المشاريع الاستثمارية.

ثانياً: الخطط الثلاثية (1973-1975)

استهدفت هذه الخطة دفع عملية التطور الاقتصادي والاجتماعي، وإعادة تفعيل الأنشطة الاقتصادية والإنمائية، وزيادة الناتج القومي الإجمالي بمعدل (8.2%)، وإعادة توزيع مكاسب التنمية بعدالة على الأقاليم وبين مختلف فئات المواطنين، وتخفيض العجز في الميزان التجاري، وتعزيز اعتماد الموازنة على الموارد الذاتية. ومع التطلع إلى تجارب القطاع الخاص، ومتطلبات التنمية من خلال زيادة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع التنموية. وقدّر حجم الاستثمار خلال هذه الخطة بحوالي (229) مليون دينار (98) مليون دينار منها للقطاع العام والباقي للقطاع الخاص كما هو مبين في الجدول رقم (1-2):

جدول رقم (1-2) يبين حجم الاستثمار للقطاعين الخاص والعام:

القطاع	الزراعة والري	الصناعة والكهرباء	السياحة	النقل و المواصلات	الإسكان	الإنشاءات والخدمات	المجموع
حجم الاستثمار (مليون دينار)	23	45	6	64	50	41	229
النسبة	10%	19.7%	2.6%	28%	21.8%	17.9%	100%

المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 1975.

ثالثاً: الخطة الخمسية الأولى (1976-1980):

وفيهما تم اعتماد أسلوب التخطيط الشامل، واستهدفت تحقيق معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي لا يقل عن (12%) وتوزيع مكاسب التنمية على السكان كافة وفي المناطق جميعها، وزيادة الاعتماد على

مصادر التمويل الذاتي، وتخفيض عجز الميزان التجاري وتحقيقاً لهذه الأهداف قدر حجم الاستثمارات الرأسمالية بمبلغ (765) مليون دينار من القطاع الخاص و(456.9) للقطاع العام وعند الاطلاع على الأرقام الفعلية نجد إن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بمعدل سنوي متوسطه حوالي (25.8%)، وبعد استبعاد أثر الزيادة في الأسعار البالغ متوسطها حوالي (11.8%) نجد أن هدف الخطة تحقق بأكبر مما كان متوقعاً أما الاستثمارات فقد كان توزيعها على القطاعات المختلفة كما في الجدول (2-2):

جدول رقم (2-2) يبين توزيع الاستثمارات على القطاعات المختلفة

القطاع	الزراعة والري	الصناعة والكهرباء	السياحة	النقل والمواصلات	الإسكان	الإنشاءات والخدمات	المجموع
الاستثمار (مليون دينار)	78.4	416.1	33.5	276.2	257.7	160	1221.9
النسبة	6.4%	34.1%	2.7%	22.6%	21.1%	13.1%	100%

المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 1981.

أي إن الحجم الفعلي للاستثمارات ارتفع عما هو مخطط له بالأسعار الجارية إلى ما يقارب (1221.9) مليون دينار أو ما يعادل (843.7) مليون دينار بأسعار عام 1975 مقابل (765) مليون دينار الذي استهدفته الخطة.

رابعاً: الخطة الخمسية الثانية (1981 - 1985) :

تم التركيز فيها على البعد الاقتصادي والاجتماعي لعملية التنمية، وتخطيط خطوات جريئة عن طريق تغيير بنية الاقتصاد الوطني لصالح قطاعات الإنتاج السلعي مع توفير الموارد الكافية والضرورية لمعالجة القضايا الاجتماعية وتلبية الحاجات الأساسية للمواطنين.

استهدفت الخطة توظيف مبلغ (3300) مليون دينار (61%) منها من القطاع العام والباقي من القطاع الخاص، وذلك من أجل تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي بمعدل (11%)، وتغيير بنية الاقتصاد الوطني

لصالح قطاعات الإنتاج السلعي وذلك بمعدل سنوي لقطاع الخدمات قدره (8.4%)، وتعزيز العمل الاقتصادي العربي المشترك، وزيادة الإيرادات المحلية في الموازنة العامة لتغطي النفقات الجارية كافة ، وتحقيق فائض لتغطية الإنفاق الرأسمالي وتخفيض عجز الميزان التجاري. وقد تمكن الاقتصاد الأردني من تحقيق تلك الأهداف في العام الأول إلا أن الكساد العالمي وانعكاساته على المنطقة العربية عموماً، وتأثر الأردن اقتصادياً وسياسياً أدى إلى وقوعه تحت وطأة التراجع الاقتصادي، حيث تدنت معدلات النمو إلى ما يقارب (6%) سنوياً أي تراجع مقداره حوالي (5%) عما استهدفته الخطة.

خامساً: الخطة الخمسية الثالثة (1986-1990):

هدفت هذه الخطة لتحقيق زيادة في الناتج المحلي بمعدل قدره (5%)، وموازنة الإنتاج المحلي مع الطلب الاستهلاكي، وزيادة الإيرادات المحلية، وترشيد الإنفاق الحكومي، وزيادة فرص العمل بنحو 97 ألف فرصة عمل جديدة، والحد من العجز في الميزان التجاري.

وفي النصف الثاني من عقد الثمانينات كان حدوث أزمة اقتصادية حادة تمثلت معالمها في انخفاض معدلات الناتج المحلي، وبالتالي هبوط مستوى المعيشة، وزيادة معدلات البطالة، وارتفاع العجز في الموازنة، وزيادة أعباء المديونية، وانكماش مصادر التمويل الداخلية والخارجية. الأمر الذي أدى إلى ضرورة التوجه نحو ضبط الإنفاق، وتقليص العجز، وزيادة الاستثمار، ورفع مستوى الإنتاجية، والتوسع في الصادرات. وقد تبنى برنامج التصحيح الاقتصادي للفترة (1989-1993) معالجة الاختلال الرئيس في ميزان المدفوعات والموازنة العامة مع الحفاظ على نسبة معقولة من النمو، فانخفض الناتج المحلي الإجمالي من (2122.2) مليون دينار في عام 1986 إلى (1873.2) مليون دينار في عام (1989)، وانخفض الفائض في ميزان الخدمات من (117.6) مليون دينار في عام 1986 إلى (104) مليون دينار في عام 1990، وذلك لأسباب

تعود لارتفاع عدد السكان، وعودة أعداد كبيرة من العاملين في الخارج بسبب حرب الخليج، وزيادة أعداد العمالة الوافدة، وانقطاع المساعدات التي كانت تقدمها دول الخليج للأردن بسبب موقفها مع العراق.

سادساً: الخطة الاقتصادية (1993-1997):

جاءت هذه الخطة بعد برنامج التصحيح (1989-1993)، والذي حقق الكثير من النجاحات في السنة الأولى إلا أن أزمة الخليج الثانية، وما أفرزته من آثار سلبية على مستوى النمو الاقتصادي والاستقرار المالي والنقدي لمواجهة المستجدات الإقليمية والدولية. وقد كانت تهدف هذه الخطة إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي من (2635.1) مليون دينار في عام 1992 إلى (4147.4) مليون دينار في عام 1997، أي بمعدل نمو سنوي حقيقي يقدر حوالي (6%)، وإحداث إصلاحات هيكلية ورفع معدلات الادخار والاستثمار من خلال تخفيض عجز الموازنة من (6%) في عام 1992 إلى (2.4%) في عام 1997، وتحقيق التوازن في الحساب الجاري لميزان المدفوعات وتخفيضه من (570) مليون دينار في عام 1992 إلى (35) مليون في عام 1997 ومن ثم تخفيض نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتخفيض معدلات البطالة من (15%) في عام 1992 إلى (9.6%) في عام 1997، والمحافظة على ارتفاع المستوى العام للأسعار بحدود (4-5%) سنوياً.

سابعاً: خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية (1999-2003):

هدفت هذه الخطة إلى تحقيق نسبة نمو حقيقية مستدامة في الناتج المحلي الإجمالي بمعدل قدره (4.5%)، وتحقيق نسبة نمو في قيمة الصادرات من السلع والخدمات تصل إلى (5.2%)، وتخفيض نسبة الدين العام الخارجي إلى حوالي (22.2%) من قيمة الصادرات من السلع والخدمات، وتخفيض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي (75%)، والمحافظة على مستوى مناسب من الادخار الوطني لا

يقل عن (30%) من الناتج المحلي الإجمالي، وتقليل العجز في الموازنة إلى ما نسبته (1.3%) من الناتج المحلي الإجمالي. الأمر الذي استوجب ضرورة التوجه نحو زيادة معدلات النمو الاقتصادي، واحتواء التضخم وتعزيز الاحتياطات الأجنبية، وذلك بتبني سياسات نقدية متينة والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار وتخفيض عجز الموازنة والسير باتجاه الخصخصة، وتحرير التجارة الخارجية والالتزام بحزمة الأمان الاجتماعي. وهذا ما تبناه برنامج التصحيح الاقتصادي (1999-2001) الذي تمحور حول تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي لا تقل نسبته عن (2%, 3%, 4%) على التوالي مع ضبط معدلات التضخم السنوي عند حدود (2-3%)، وتحقيق نمو في السيولة لا يقل عن (6%, 6.6%, 7.2%) على التوالي، وتخفيض عجز الموازنة العامة ليصل إلى ما نسبته (7%, 3.3%, 4%) من الناتج المحلي الإجمالي، وكل ذلك بهدف تقليل حاجة الحكومة للاقتراض من البنوك، ومن ثم محاولة توجيه أكبر حجم ممكن من التمويل المحلي باتجاه استثمارات القطاع الخاص²⁵. إلا أن الذي حدث خلال الأعوام (1999-2001) هو تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي مقداره حوالي (1.6%, 3.9%, 3%) على التوالي، وتم ضبط معدل التضخم خلال الأعوام (1999-2000) بما لا يزيد عن (1%)، وارتفع معدل السيولة إلى ما نسبته (11.4%, 10.2%)، وارتفع الدين العام الداخلي والخارجي في عام 1999 إلى ما نسبته حوالي (4.7%, 3.5%) وانخفض عام 2000 إلى ما نسبته حوالي (15.3%, 7.5%)، مقارنة مع العام السابق بسبب المساعدات الأمريكية، أما في عام 2002 فإن النمو في الناتج المحلي الإجمالي بلغ حوالي (5%) مع تسجيل ارتفاع طفيف في تكاليف المعيشة بلغت نسبته حوالي 2%، وارتفاع معدل السيولة إلى ما نسبته (7%)، وارتفاع الدين العام الداخلي والخارجي

²⁵ مركز الأردن الجديد للدراسات، تقرير عن حالة الاقتصاد الأردني (1999-2001).

إلى ما نسبته حوالي (119.7%) مقارنة مع عام 2001 نتيجة القروض الخارجية الكبيرة التي اقترضها الأردن لتمويل البرامج التنموية.

2.1.2. الموازنة العامة:

انعكس التأثير السلبي للأزمة المالية العالمية على نتائج الموازنة العامة لعام 2009 في جانب الإيرادات والنفقات على حد سواء. وتراجعت الإيرادات المحلية نتيجة تراخي وتيرة النمو، وانحسار الضغوط التضخمية نتيجة تراجع أسعار النفط الخام والسلع الأولية الأخرى. وفي عام 2010 تم تحقيق نتائج إيجابية إلى حد ما، وقد جاء هذا الأداء نتيجة قيام الحكومة بتضمين ملحقين للموازنة بقيمة إجمالية (510) مليون دينار، وتم إلزام جميع أجهزة الدولة بتخفيض حجم الإنفاق بمقدار (20%). إضافةً إلى وقف شراء السيارات والأثاث والحد من مصاريف السفر والضيافة مما نجم عنه تخفيض حجم الإنفاق بمقدار (262) مليون دينار عن مستواه المستهدف. كما قامت الحكومة بتعزيز الإيرادات المحلية من خلال زيادة ضريبة المبيعات الخاصة على السلع الكمالية. كل ذلك أدى إلى عجز في الموازنة وقدره (1046.4) مليون دينار مقارنة بعجز عام 2009 قدره (1509.3) مليون دينار كما هو مبين في الجدول رقم (2-3) أي بتراجع مقداره (462.9) مليون دينار أو ما نسبته (30.7) فإذا استثنينا المساعدات الخارجية فإن عجز الموازنة يرتفع إلى (1448.1) مليون دينار (7.4% من الناتج) بالمقارنة مع (1842.7) مليون دينار (10.3% من الناتج) عام 2009.

جدول رقم (2-3) يبين الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية إضافة إلى الإنفاق:

2010	2009	2008	2007	2006	
4661.8	5421.2	5093.7	3971.5	3469	إجمالي الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية
3.1	-11.1	28.3	14.5	13.3	معدل النمو %
5708.2	6030.5	5431.9	4586.5	3912.2	إجمالي الإنفاق
-5.3	11	18.4	17.2	10.5	معدل النمو %
-1046.4	-1509.3	-338.2	-615	-443.2	العجز

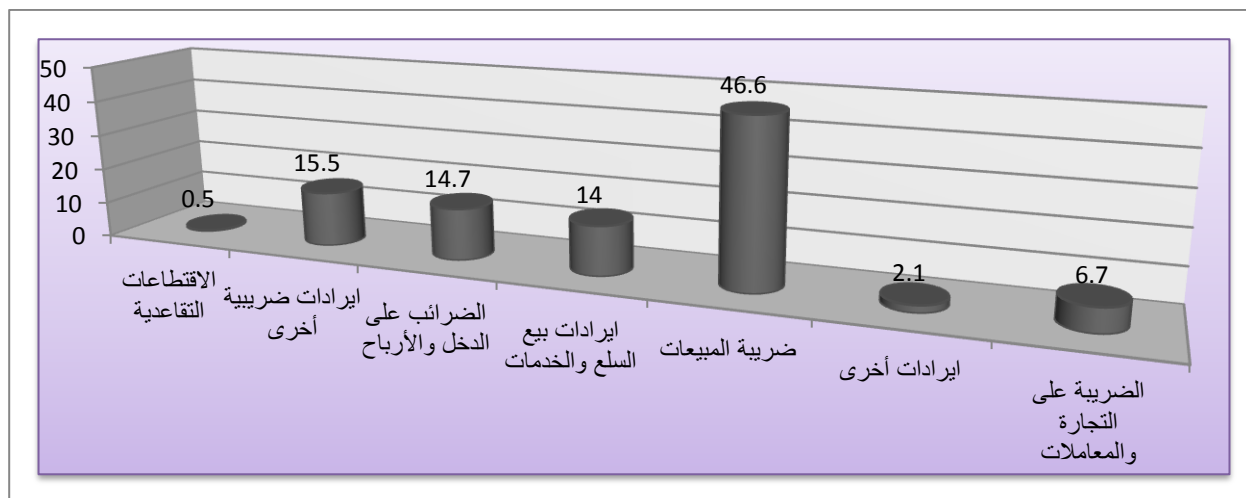
المصدر: التقرير السنوي، البنك المركزي الأردني، 2009.

3.1.2. الإيرادات المحلية:

ارتفعت الإيرادات المحلية عام 2010 لتبلغ (4260.1) بارتفاع قدره (72.3) عن عام 2009، وكان هذا الارتفاع نتيجة ارتفاع الإيرادات الضريبية والاقطاعات التقاعدية. بينما انخفضت الإيرادات غير الضريبية بمقدار (33.1) مليون دينار.

ارتفعت حصيله الضريبية على المبيعات بمقدار (304.8) مليون دينار أي بنسبة (66.6%) من إجمالي الإيرادات الضريبية، ومرد ذلك إلى رفع الضريبة على بعض السلع والخدمات الكمالية كالبازين والتبغ ومنتجاته، والمشروبات الكحولية، ومكالمات الهواتف الخليوية. كما انخفضت الضريبة على الدخل والأرباح بمقدار (140.1) مليون دينار، ويعزى ذلك إلى انخفاض ربحية الشركات عام 2009، وقامت الدولة بإلغاء ضريبة الدخل المقطوعة بأنواعها والموافقة على نظام إعفاء أرباح الصادرات من السلع والخدمات من قانون ضريبة الدخل. وفيما يتعلق بالضريبة على التجارة والمعاملات الدولية فقد انخفضت بنسبة (1.9%) وذلك نتيجة تراجع حصيله ضريبة المغادرين بنسبة (52.5%).

شكل رقم (1-2) يبين هيكل الإيرادات المحلية لعام 2008:



المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2009.

4.1.2. الدين العام :

ارتفع صافي الدين العام في نهاية 2010 بمقدار (1802.8) مليون دينار عن مستواه في نهاية 2009 ليصل إلى (11462.8) مليون دينار. وكانت هذه الزيادة نتيجة للاحتياجات التمويلية للموازنة العامة فقامت الدولة بإصدار سندات دولية في الأسواق الدولية بقيمة إجمالية (750) مليون دولار مما أدى إلى ارتفاع سقف المديونية إلى مستوى اقتربت فيه من السقف الذي حدده القانون المعدل لقانون الدين العام لعام 2008.

أولاً: الدين العام الداخلي:

ارتفع الدين العام الداخلي عام 2010 بمقدار (894) مليون دينار عن مستواه في 2009 ليبلغ 7980 مليون دينار، وذلك نتيجة زيادة رصيد سندات وأذونات الخزينة ضمن الموازنة العامة بمقدار (657) مليون ليصل إلى (6410) مليون دينار مشكلاً ما نسبته (80.3) من إجمالي الدين العام الداخلي في نهاية 2010. كما ارتفع صافي الدين العام الداخلي للحكومة (إجمالي رصيد الدين العام الداخلي مطروحاً منه ودائع الحكومة

لدى الجهاز المصرفي) في نهاية 2010 بمقدار (1061) مليون دينار أو ما نسبته (18.3%) عن مستواه 2009 ليصل إلى (6852) مليون دينار، وذلك نتيجة ارتفاع إجمالي الدين العام الداخلي وانخفاض ودائع الحكومة لدى الجهاز المصرفي في نهاية 2010.

وباستعراض مصادر الدين العام الداخلي يتبين بأن الديون المقدمة من المصادر المصرفية قد بلغت في عام 2010 ما مقداره (6160.5) لتشكل ما نسبته (77.2%) من إجمالي الدين العام الداخلي مقابل (80.9%) في نهاية 2009. وتوزعت هذه الديون على شكل سندات وأذونات خزينة بنسبة (64.4%) وما نسبته (12.8%) على شكل تسهيلات مباشرة. أما الديون المقدمة من المصادر غير المصرفية فقد بلغت في نهاية 2010 ما مقداره (1819.6) مليون دينار أي ما نسبته (22.8%) من إجمالي الدين العام الداخلي.

أما بالنسبة لحركة أوراق الدين العام الداخلي فقد بلغ حجم إصداراتها خلال عام 2010 ما قيمته (4823.9) مليون دينار أي بارتفاع قدره (272.4) مليون دينار عن مستواها في عام 2009. وبلغ حجم الإطفاءات من هذه الأوراق خلال عام 2010 مبلغ (3935.5) مليون دينار بارتفاع قدره (792.5) مليون دينار عن عام 2009. أما الفوائد المدفوعة على أوراق الدين العام الداخلي فقد ارتفعت بمقدار (9.4) مليون دينار عن مستواها عام 2009 لتبلغ (328.5) مليون دينار، ومشكلة بذلك ما نسبته (7.7%) من الإيرادات المحلية في عام 2010 مقابل (7.6%) عام 2009.

ثانياً: الدين العام الخارجي:

ارتفع الدين العام الخارجي في نهاية 2010 بمقدار (741.8) مليون دينار عن مستواه عام 2009 ليصل إلى (4610.8) مليون دينار. ويعود هذا الارتفاع إلى نتيجة إصدار سندات اليورو في الأسواق العالمية

بقيمة 750 مليون دولار تستحق دفعة واحدة في نهاية عمر السندات وبسعر فائدة (3.87%) تدفع بشكل نصف سنوي، الأمر الذي يوفر للحكومة تمويلاً لعجز الموازنة ومشاريع البنى التحتية. ويلاحظ أن القروض المقدمة من الحكومات العربية والأجنبية لا تزال لها الحصة الأكبر من الدين الخارجي حيث بلغت نهاية عام 2010 نسبة (47.5%). وتعدّ اليابان في مقدمة البنوك الدائنة بنسبة (24.3%) من إجمالي الديون الخارجية. وبلغت نسبة القروض من المؤسسات الإقليمية (38.8%). وبلغت التسديدات المدفوعات خلال 2010 مقدار (450) مليون دينار مقابل (391.5) مليون دينار عام 2009 أي بارتفاع قدره (58.5) مليون دينار.

5.1.2. هيكل أسعار الفائدة:

قام البنك المركزي خلال عام 2010 بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وذلك انسجاماً مع تخفيض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي وتباطؤ الطلب المحلي وسنورد أهم تطورات أسعار الفائدة خلال 2010:

أولاً: أسعار الفائدة لدى المركزي:

- بلغ سعر الفائدة على تسهيلات إعادة الخصم (4.75%) في نهاية عام 2009 مقابل (6.25%) في نهاية عام 2008 بانخفاض قدره (1.5) نقطة.

- بلغ سعر الفائدة على اتفاقية إعادة الشراء لليلة واحدة (4%) في نهاية 2010 مقابل (4.5) نهاية 2009.

- بلغ سعر الفائدة على نافذة الإيداع لليلة واحدة (2%) في نهاية 2010 مقابل (2.5%) نهاية 2009.

ويذكر أن البنك المركزي الأردني لم يصدر شهادات إيداع خلال 2010، وبذلك بلغ سعر الفائدة المرجح على آخر إصدار من شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر (5.64%) في حين بلغ سعر الفائدة على آخر إصدار من شهادات الإيداع لأجل ستة أشهر نحو (5.94%).

ثانياً: سعر الفائدة في البنوك المرخصة:

انخفضت أسعار الفائدة على كل من الودائع والتسهيلات الائتمانية لدى البنوك المرخصة، باستثناء سعر الفائدة على الكمبيالات والإسناد المخصومة وسعر الفائدة على (الجاري مدين) مقارنة بمستوياتها المسجلة في نهاية 2009، وأهم تطورات أسعار الفائدة على التسهيلات والودائع.

1 - أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية:

- بلغ سعر الفائدة على القروض والسلف (9.01%) في نهاية عام 2010 بالمقارنة مع (9.07%) في نهاية عام 2009 بانخفاض (0.06) نقطة.
- كما بلغ سعر الفائدة على الكمبيالات والإسناد المخصومة (9.41%) نهاية عام 2010 مقابل (9.17%) بارتفاع مقداره (0.24) نقطة.
- وبلغ سعر الفائدة على الجاري مدين في نهاية عام 2010 ما نسبته (9.12%) مقارنة مع (9.03%) في نهاية عام 2009 بانخفاض (0.09) نقطة.
- بلغ أدنى سعر فائدة الإقراض لأفضل العملاء في نهاية عام 2010 ما نسبته (8.20%) مقابل ما نسبته (8.34%) في نهاية 2009 بانخفاض مقداره (0.14) نقطة.

2 - أسعار الفائدة على الودائع:

- بلغ سعر الفائدة على الودائع لأجل (3.4%) في نهاية عام 2010 بالمقارنة مع ما نسبته (4.23%) في نهاية عام 2009 بانخفاض (0.83) نقطة.
- بلغ سعر الفائدة على ودائع التوفير في نهاية 2010 ما نسبته (0.77%) مقابل (0.84%) في نهاية 2009 بانخفاض مقداره (0.7) نقطة.
- كما بلغ سعر الفائدة على الودائع تحت الطلب في نهاية 2010 ما نسبته (0.44%) مقابل (0.67%) في نهاية 2009 بانخفاض مقداره (0.23) نقطة. ويمثل الجدول (2-4) أسعار الفوائد على الودائع بأنواعها وعلى التسهيلات الائتمانية:

جدول رقم (2-4) يبين أسعار الفوائد على الودائع والتسهيلات الائتمانية:

السنة	الودائع			التسهيلات الائتمانية		
	تحت الطلب	توفير	لأجل	جاري مدين	قروض وسلف	كمبيالات
2004	0.38	0.73	2.49	8.79	7.59	8.98
2005	0.47	0.83	3.52	9.26	8.1	7.92
2006	0.87	0.99	5.13	9.23	8.56	8.72
2007	0.94	1.1	5.56	9.83	8.86	9.45
2008	1.01	1.04	5.56	9.31	9.48	8.89
2009	0.67	0.84	0.77	9.03	9.07	9.17
2010	0.44	0.77	3.4	9.12	9.01	9.41

المصدر: البنك المركزي، التقرير السنوي، 2009.

المبحث الثاني

2.2. النظام المالي

يكتسب تطور القطاع المالي أهمية متزايدة في ضوء الاعتقاد بأن الاقتصاديات المعاصرة تتسم بصورة متزايدة كونها كثيفة في التمويل وفي ضوء تحديات العولمة والتطور التكنولوجي خصوصاً في اقتصاد نام وصغير كالاقتصاد الأردني. وقد تنبّهت الحكومة الأردنية إلى ذلك فعملت على تطوير قطاعها المالي. وسنتناول فيما يلي مكونات هذا النظام من سوق التأمين والنظام المصرفي وسوق عمّان المالي وتطور كل منها على حدا.

1.2.2. سوق التأمين الأردنية

واجه الاقتصاد الأردني صعوبات كبيرة بعد الحرب العالمية الثانية بسبب ركود حركة البضائع ولم يكن التأمين متداولاً آنذاك، عدا تأمين اعتمادات الاستيراد التي كانت تحتاج إلى تأمين نقل بحري أو بري. وكان البنك العثماني يؤمّن عليها مع شركة Eagle Star في لندن مقابل عمولة قدرها (20%) وفي عام 1946 كانت البداية الأولى للتأمين في الأردن حيث تم تأسيس أول وكالة للتأمين، أسسها السيد رؤوف أبو جابر، تابعة لشركة الشرق المصرية للتأمين التي كانت قد تأسست عام 1921 في القاهرة برأس مال فرنسي مصري مشترك²⁶. وفي فترة الخمسينات شهد السوق الأردني نشاطاً ملحوظاً في حقل تأمين السيارات والنقل البحري عندما اضطر الأردن إلى إنزال البضائع في ميناء العقبة، مما أوجد الحاجة إلى قطاع قوي للنقل بالسيارات. ونتيجة للحاجة في توفير التغطية في هذه المجالات تأسست شركة التأمين الأردنية كأول شركة تأمين أردنية في أوائل الخمسينات. وفي هذه المرحلة وجد من المناسب تنظيم المهنة للحد من المنافسة الشديدة

²⁶ د. عريقات، حربي، عقل، سعيد، التأمين وإدارة المخاطر، دار وائل للنشر، 2008.

التي برزت في السوق وعدم القدرة على مواجهة المطالبات الكبيرة من قبل بعض الهيئات والشركات وتم تأسيس جمعية شركات التأمين الأردنية.

خلال الستينات شهد السوق الأردني تزايداً في عدد شركات التأمين، حيث تأسست شركة الشرق الأوسط برأس مال قدره (200) ألف دينار، ثم تلتها شركة التأمين الوطنية المساهمة. واستمر حال القطاع على ما هو عليه خلال فترة السبعينات حتى منتصف الثمانينات حيث بلغ عدد شركات التأمين (33) شركةً وفرعاً ووكالةً منها (23) شركة تأمين محلية، والباقي فروع لشركات أجنبية جميعها تعمل في سوق لا يتجاوز حجم أقساطه (33) مليون دينار. ونتيجة للركود الاقتصادي في أواخر الثمانينات والمنافسة العشوائية في سوق صغير وتدني أسعار التأمين دون المستوى الفني، تعرضت العديد من شركات التأمين آنذاك إلى خسارة، الأمر الذي دفع بالحكومة إلى إصدار قانون مراقبة جديدة لأعمال التأمين رقم (30) لعام 1984، حيث جاء في المادة (56) منه وقف إصدار رخص جديدة لشركات تأمين، وفي المادة (1/6) فرضت رفع رأسمال شركات التأمين إلى ستمئة ألف دينار، وألزمت شركات التأمين بتوفيق أوضاعها إما عن طريق الدمج أو رفع رأس المال، مما أدى إلى تخفيض العدد إلى (17) شركة تأمين محلية وشركة تأمين أجنبية واحدة في عام 1987 واستقر الحال نسبياً لغاية 1995، حيث صدر قانون رقم (9) لسنة 1995 الذي فتح ثانية الفرصة لتأسيس شركات تأمين جديدة، وأوجب رفع رأسمال شركات التأمين الأردنية التي تمارس أعمال التأمين المباشر إلى مليوني دينار، وعشرين مليون دينار للشركات المختصة بأعمال إعادة التأمين. أما الشركات الأجنبية فألزمت برفع رأسمالها إلى أربعة ملايين دينار. وعلى أثر ذلك دخلت إلى السوق 8 شركات تأمين جديدة، وارتفع عدد الشركات العاملة ليصبح (25) شركة محلية وشركة أجنبية واحدة وأخرى تحت التأسيس حتى وصل العدد عام 2000 إلى (27) شركة تأمين. وفي عام 2001 انخفض عدد شركات التأمين إلى

(26) شركة نتيجة لتصفية شركة تأمين واحدة وجميع هذه الشركات تعمل في سوق يعدّ صغيراً على جميع المستويات إذا ما قورن بباقي الدول حيث يسهم التأمين بنسبة (2.4%) من الناتج المحلي الإجمالي وإسهام الفرد من دخله المصروف على التأمين لا يتجاوز (36) دينار سنوياً، وهذه النسبة تعدّ منخفضة ولا تتناسب مع الدخل والثقافة العصرية التي يتمتع بها المجتمع كما أن حصة تأمينات الحياة لعام 2006 تبلغ (16,4%) في السوق في حين تتجاوز نسبتها (50%) في الدول المتقدمة وهذه النسبة تؤثر كثيراً في تكوين حجم المدخرات التي يتمتع بها هذا النوع من التأمين على وجه التحديد وينقسم سوق التأمين في الأردن إلى قسمين رئيسيين هما:

أ - التأمين الاجتماعي (مؤسسة الضمان الاجتماعي).

ب - التأمين التجاري (الخاص).

1.1.2.2 الهيكل التنظيمي لسوق التأمين في الأردن:

أولاً: هيئة التأمين:

تم تعديل اسم هيئة تنظيم قطاع التأمين ليصبح هيئة التأمين بموجب قانون تنظيم أعمال التأمين المؤقت رقم (67) لسنة 2002 وخلفت بذلك مديرية مراقبة أعمال التأمين²⁷، وتعدّ الهيئة جهةً مستقلةً مالياً وإدارياً تعمل على تنظيم قطاع التأمين، ومراقبة أعماله والإشراف عليه بما يكفل توفير المناخ الملائم لتطويره ولتعزيز دور صناعة التأمين في ضمان الأشخاص والممتلكات ضد المخاطر لحماية الاقتصاد الوطني ولتجميع المدخرات الوطنية وتميئتها واستثمارها لدعم التنمية الاقتصادية في المملكة وتتحد مهام الهيئة

²⁷ د. حربي عريقات، د. سعيد عقل، المرجع السابق.

الممثلة بكياناتها الثلاثة وهي: المجلس والمدير العام والجهاز التنفيذي في حماية حقوق المؤمن لهم ومراقبة الملاءة المالية للشركات، ورفع كفاءة أدائها وتحقيق أجواء المنافسة الإيجابية، والعمل على توفير كفاءات بشرية مؤهلة لممارسة أعمال التأمين، ونشر الوعي التأميني وتوثيق الروابط مع الهيئات الرقابية على المستويين العربي والعالمي.

ثانياً: الاتحاد الأردني لشركات التأمين:

تأسست الجمعية الأردنية لشركات التأمين عام 1956 كأول هيئة لتنظيم شؤون قطاع التأمين في الأردن وقد توالى على رئاستها هيئات ضمت في عضويتها الرواد العاملين في مجال التأمين في تلك الفترة، وفي عام 1987 تأسس مكتب التأمين الإلزامي الموحد للتأمين على المركبات، وبدأ بممارسة أعماله تحت إشراف الجمعية وبقيت الجمعية تمارس أعمالها لغاية 1989 عندما صدرت الإرادة الملكية بتأسيس الاتحاد الأردني لشركات التأمين، وتحديد نظامه الأساسي استناداً إلى نظام رقم (30) لسنة 1989، ويمارس الاتحاد النشاطات الفنية التطويرية في وضع أسس ممارسة المهنة وأصولها، وفي تقديم دراسات لسوق التأمين المحلي وتحليل عوامله وظروفه لتنظيم أعمال التأمين وتنسيقها وفقاً لمتطلباته وإعداد تعريفات أسعار التأمين الإلزامي وتحديد قواعد منح الحسومات على الأسعار للمؤمن لهم، ويعمل على توحيد عقود التأمين ويتولى عقد الندوات والمؤتمرات التأمينية والدورات التدريبية الهادفة إلى تنشيط أعمال التأمين وإجراء البحوث العلمية وإعداد الإحصائيات التي من شأنها خدمة قطاع التأمين.

ثالثاً: شركات التأمين:

بلغ عدد شركات التأمين العاملة في السوق الأردني عام 2009 (28) شركة منها شركة للتأمين على الحياة (الأمريكية للتأمين على الحياة "أكيدو") و(426) وكيل تأمين، و(56) وسيط تأمين و(37) مسوّي خسائر و(11) شركة إدارة الخدمات التأمينية والنفقات الطبية و(13) اكتواريين و(4) وسطاء إعادة تأمين و(11) استشاري تأمين. وقد بلغت حقوق الملكية للقطاع في نهاية عام 2007 حوالي (326.9) مليون دينار وبلغت المخصصات الفنية المقطوعة لمقابلة أيّ التزامات مستقبلية (189) مليون دينار.

رابعاً: مؤسسات الخدمات التأمينية المساندة:

إضافة لشركات التأمين تقوم مؤسسات الخدمات التأمينية المساندة بتقديم خدماتها عن طريق عدد من الجهات كما يبين الجدول الآتي:

جدول رقم (2-5) يبين أعداد مؤسسات الخدمات التأمينية المساندة:

المهنة	المرخصون من هيئة التأمين	وسيط إعادة تأمين	تأمين على الحياة	تأمينات عامة	شركات إدارة التأمين الطبي	خبراء المعاينة وتقدير الأضرار	تأمين على الحياة	تأمينات عامة	وكالات التأمين المجازة باسم شركة تأمين أردنية	المجموع
العدد	11	4	1	9	11	33	3	45	426	543

المصدر: هيئة التأمين، التقرير السنوي، 2007.

خامساً: العاملون في قطاع التأمين:

بلغ مجموع عدد العاملين في قطاع التأمين في نهاية عام 2006 حوالي (2560) موظفاً يشمل عدد العاملين في هيئة التأمين، والاتحاد الأردني لشركات التأمين، والشركات الأعضاء، ووكلاء التأمين، والوسطاء، وخبراء المعاينة، وتسوية الأضرار إضافة إلى العاملين في شركات إدارة التأمين الصحي. ويعمل

2122 موظفاً من المجموع الإجمالي للقطاع في شركات التأمين موزعين من حيث طبيعة العمل كما في الجدول رقم (2-6):

جدول رقم (2-6) يبين عدد العاملين في القطاع التأميني:

البيان	قوة عاملة وطنية		قوة عاملة عربية		قوة عاملة أجنبية		المجموع	
	إدارية وفنية	إنتاجية	إدارية وفنية	إنتاجية	إدارية وفنية	إنتاجية	إدارية وفنية	إنتاجية
2004	1414	418	13	7	1	-	1428	425
2005	1538	409	22	1	2	-	1562	410
2006	1654	441	24	1	2	-	1680	442

المصدر: هيئة التأمين، التقرير السنوي، 2007.

2.1.2.2 تطور نشاط قطاع التأمين في الأردن:

أولاً: إجمالي أقساط سوق التأمين الأردني:

أظهرت النتائج الإجمالية لسوق التأمين الأردني عن أعمال 26 شركة تأمين داخل الأردن نمواً في أقساط التأمين المكتسبة بنسبة (248%)، حيث وصل إجمالي الأقساط إلى (291.6) مليون دينار عام 2007 مقارنةً مع (104.1) مليون دينار عام 2000 كما في الجدول رقم (2-7):

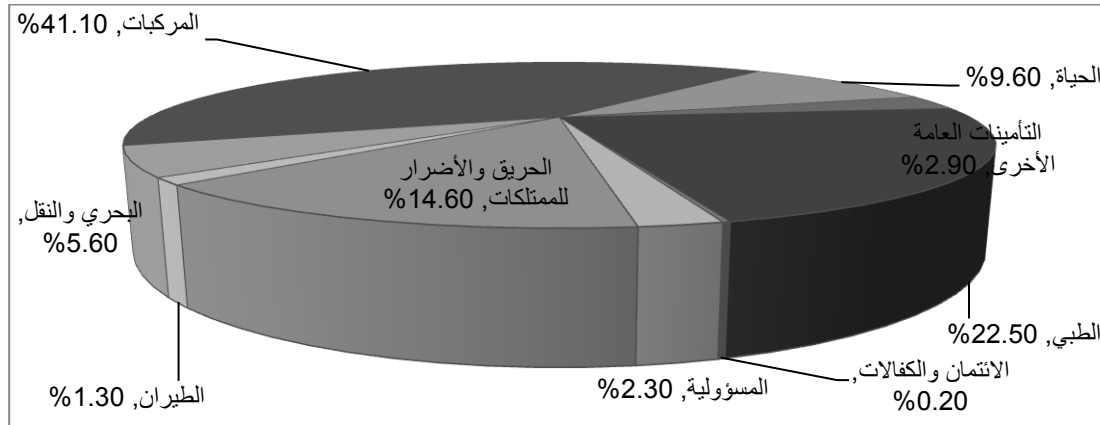
جدول رقم (2-7) يبين إجمالي أقساط التأمين 2000-2007

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إجمالي الأقساط (مليون دينار)	104.1	120.4	146.8	171.5	191.4	219.8	258.7	291.6	333	365
معدل النمو %	4.4	15.6	22	16.8	11.6	14.5	17.7	12.7	14.97	9.6

المصدر: هيئة التأمين، التقرير السنوي، 2010.

ويبين الشكل (2-2) إجمالي أقساط التأمين لعام 2009 وتوزيعاته:

شكل رقم (2-2) يبين إجمالي أقساط سوق التأمين الأردنية عام 2009



المصدر: هيئة التأمين، التقرير السنوي، 2009.

ثانياً: إجمالي تعويضات التأمين:

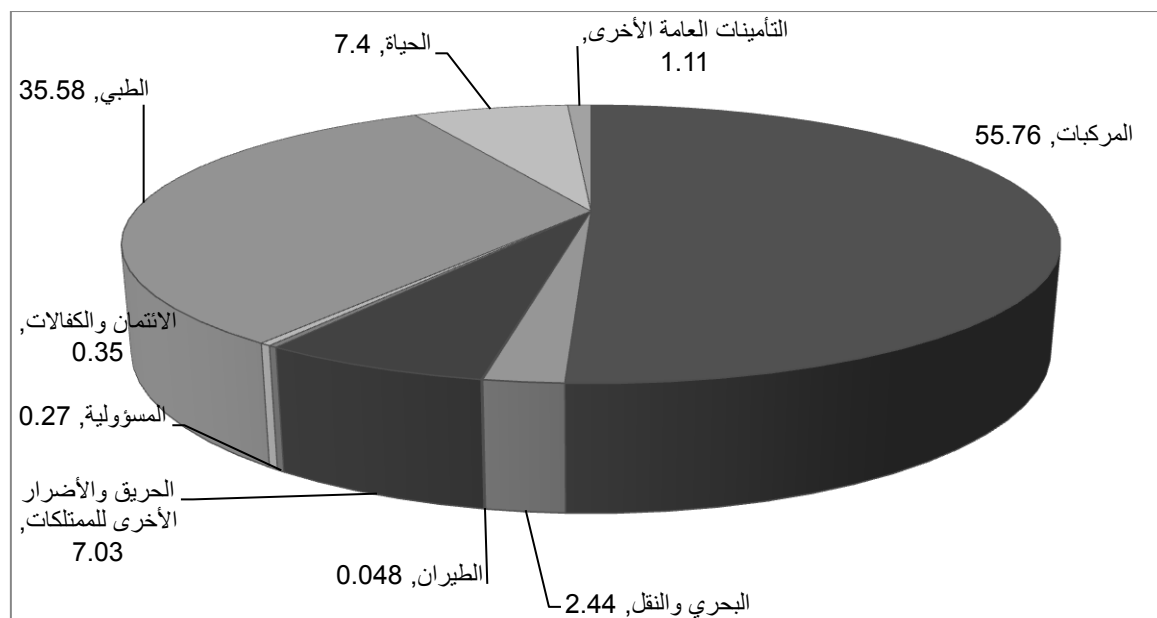
ارتفع إجمالي تعويضات التأمين المدفوعة عام 2009 إلى مبلغ 263 مليون دينار مقابل تعويضات بلغت (67.7) مليون دينار عام 2000 كما في الجدول رقم (2-8). ويظهر الشكل (2-3) أن تعويض المركبات احتل الجزء الأكبر من إجمالي التعويضات بنسبة (41.1%) ثم يليه التعويض الطبي بنسبة (22.5%)، واحتل تعويض الحريق والإضرار للممتلكات المرتبة الثالثة بنسبة (14.6%). بينما توزعت التعويضات الباقية على التأمين على الحياة، التأمين البحري والنقل، التأمين على الانتماء والكفالات، والتأمين على الطيران والمسؤولية.

جدول رقم (2-8) يبين تطور إجمالي التعويضات لسوق التأمين

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
التعويضات (مليون دينار)	67.7	79.8	86.1	108.1	123.5	142.8	174.3	207.6	219	263
النمو %	5.9	17.9	8	25.3	14.3	15.6	22	19.1	5.49	20

المصدر: التقرير السنوي، هيئة التأمين، 2009.

شكل رقم (2-3) يبين إجمالي التعويضات لسوق التأمين الأردنية لعام 2009:



المصدر: التقرير السنوي، هيئة التأمين، 2009.

ثالثاً: أعمال إعادة التأمين لسوق التأمين الأردني:

لا يوجد شركات أردنية لإعادة التأمين وعادة تحتفظ الشركات الأردنية بجزء من إجمالي أقساط التأمين ويعاد المتبقي إلى شركات الإعادة الخارجية إضافة إلى توزيع الحصة المتبقية على الشركات المحلية عن طريق عمليات المشاركة²⁸ ومن خلال البيانات في الجدول (2-9) أدناه تتبين الزيادة الكبيرة والتطور السريع في حجم أنشطة إعادة التأمين في الأردن.

²⁸ د. حربي عريقات، د. سعيد عقل، مرجع سابق.

جدول رقم (2-9) يبين حجم أنشطة إعادة التأمين في الأردن:

السنة	الإجمالي	الإعادة المحلية	الإعادة الخارجية	الاحتفاظ
2000	104178891	6495567	33378754	64304570
2001	120436687	7557489	36420279	76458919
2002	146874607	8591712	42054000	96228895
2003	171528692	9234042	43956946	118337704
2004	191423999	9804055	54714612	126905323
2005	219847834	12246225	68651060	138950549
2006	258736791	22434218	78327537	157975042

المصدر: التقرير السنوي، هيئة التأمين، 2007.

رابعاً: الاستثمارات في سوق التأمين:

وصلت استثمارات سوق التأمين كما في نهاية 2006 إلى مبلغ (408) مليون دينار مقارنة بحجم الاستثمارات التي بلغت (147) مليون دينار عام 2000 كما في الجدول (2-10) بنسبة نمو تقدر (277%)، وارتفعت هذه الاستثمارات إلى (484.6) مليون دينار، وتركز شركات التأمين استثماراتها على الودائع لدى البنوك وتليها الموجودات المالية المتوفرة للبيع ثم الموجودات للمتاجرة.

جدول رقم (2-10) يبين تطور استثمارات سوق التأمين الأردني:

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إجمالي الاستثمارات (مليون دينار)	146.7	150.6	169	214.2	264.9	410.1	408	462.5	479.6	484.6
نسبة النمو	-2	2.65	12.21	26.74	23.66	54.81	-0.51	13.35	3.69	1.042

المصدر: التقرير السنوي، هيئة التأمين، 2009.

خامساً: صافي الأرباح:

بلغ صافي الربح بعد الضريبة والرسوم مبلغ (7.3) مليون دينار في عام 2009 مقابل أرباح (5) مليون دينار عام 2000، ولقد كانت الأرباح تزداد باستمرار ولاسيما عام 2005 فقد ارتفعت من (40) مليون دينار عام 2004 حتى وصلت إلى 90.6 مليون دينار، وذلك بسبب نمو المحافظ التأمينية والاستثمارية للشركات، ثم انخفضت 76% عن عام 2005 كما في الجدول (2-11) وذلك بسبب تدني أداء السوق المالي.

جدول رقم (2-11) يبين صافي الأرباح لقطاع التأمين:

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إجمالي الأرباح (مليون دولار)	5.2	6.5	12.6	22	40	90.6	21.5	16.5	22.6	7.3
معدل النمو%	-	25	93.8	74	81	126	-76	-27	45.81	-67.70

المصدر: التقرير السنوي، هيئة التأمين، 2009.

3.1.2.2 المؤشرات المالية لقطاع التأمين:

يبين الجدول (2-12) بعض النسب لقطاع التأمين، فيلاحظ أن حقوق الملكية تغطي (166.9%) من المخصصات الفنية لعام 2006 في حين بلغت النسبة في نهاية عام 2007 (173%) مما يدل على أن النسبة في تزايد مستمر. كما تعادل الأقساط المكتتبة (90.7%) من حقوق الملكية لعام 2006 و(89.2%) في نهاية عام 2007 والنسبة تتجه للانخفاض، أما بخصوص نسبة الاحتفاظ (الكلية) المتمثلة بصافي الأقساط المكتتبة (إجمالي الأقساط بعد استبعاد إعادة التأمين) إلى إجمالي الأقساط المكتتبة فنلاحظ أنها مستقرة عند المستوى نفسه تقريباً حيث بلغت (61%) في عام 2007. كما تبلغ نسبة الاحتفاظ بعد استثناء فرعي المركبات والطبي حوالي (14%) خلال عام 2007. أما نسبة التعويضات على الأقساط المكتتبة لعام 2006 فبلغت حوالي

(67.4%)، وهي بذلك تتيح للشركات استثمار حوالي (32.6%) من الأقساط المكتتبة لتحقيق عوائد مناسبة وبلغت هذه النسبة خلال عام 2007 حوالي (71.2%)، أما المخصصات الفنية فهي تغطي تقريباً جميع التعويضات المدفوعة حيث كانت خلال السنوات الماضية أعلى من (100%) وبلغت لعام 2006 حوالي (97.9%) في حين وصلت إلى (91%) في عام 2007، هذا وقد حقق القطاع عائداً على حقوق المساهمين بلغ حوالي (7.5%) لعام 2006 حيث تأثرت العوائد لعامي 2004 و 2005 بارتفاع نشاط السوق المالي وتحقيق أرباح استثمار غير اعتيادية إلا أن العائد المحتسب خلال عام 2007 وصل إلى (5.1%).

جدول رقم (2-12) يبين المؤشرات المالية لقطاع التأمين:

2007	2006	2005	2004	2003	2002	%
89.2	90.7	79.1	118.9	138.2	152.7	الأقساط المكتتبة/حقوق الملكية
173	166.9	177.5	112.4	94.3	78	حقوق الملكية/المخصصات الفنية
14	14.8	11.9	11.7	12.8	11.5	نسبة الاحتفاظ (دون المركبات والطبي)
61	61.1	63.5	66.3	66.6	64	نسبة الاحتفاظ الكلية
71.2	67.4	65.1	64.7	62.8	58.5	التعويضات/الإقساط المكتتبة
91	97.9	109.4	115.6	122.2	143.5	المخصصات الفنية/التعويضات
5.1	7.5	32.7	24.8	17.7	13.9	العائد على حقوق الملكية

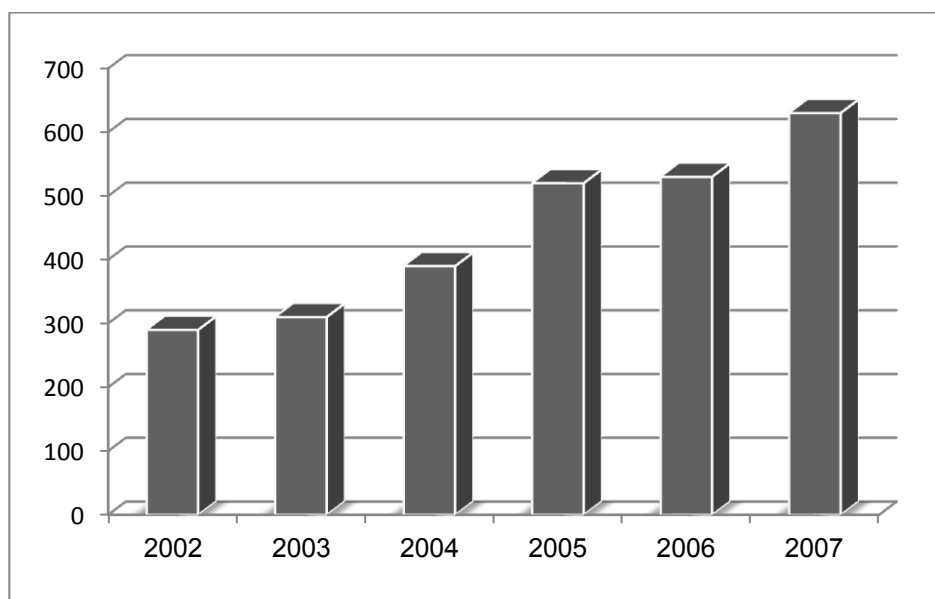
المصدر: هيئة التأمين، التقرير السنوي، 2009.

ويظهر الشكل (2-4) ارتفاع حجم موجودات القطاع خلال السنوات الماضية حيث بلغ إجمالي موجودات القطاع في عام 2007 حوالي (636.2) مليون دينار مقارنة مع (260.5) مليون دينار لعام 2002. وتتكون الموجودات بصورة رئيسة من الاستثمارات التي بلغت (462.3) مليون دينار في عام 2007 مقارنة مع (169.5) مليون دينار لعام 2002، والنقد والأرصدة لدى البنوك التي بلغت في عام 2007 حوالي (14.9) مليون دينار مقارنة مع (12.3) مليون دينار لعام 2002 فيما شكلت الذمم (106.1) مليون دينار في عام 2007 مقارنة مع (55.8) مليون دينار لعام 2002، وبلغت الموجودات الثابتة في عام

2007 حوالي (37) مليون دينار مقارنة مع (14.2) مليون دينار لعام 2002 ويبين الشكل (4) تطور الموجودات خلال الأعوام (2007-2002).

شكل رقم (4-2) يبين تطور حجم

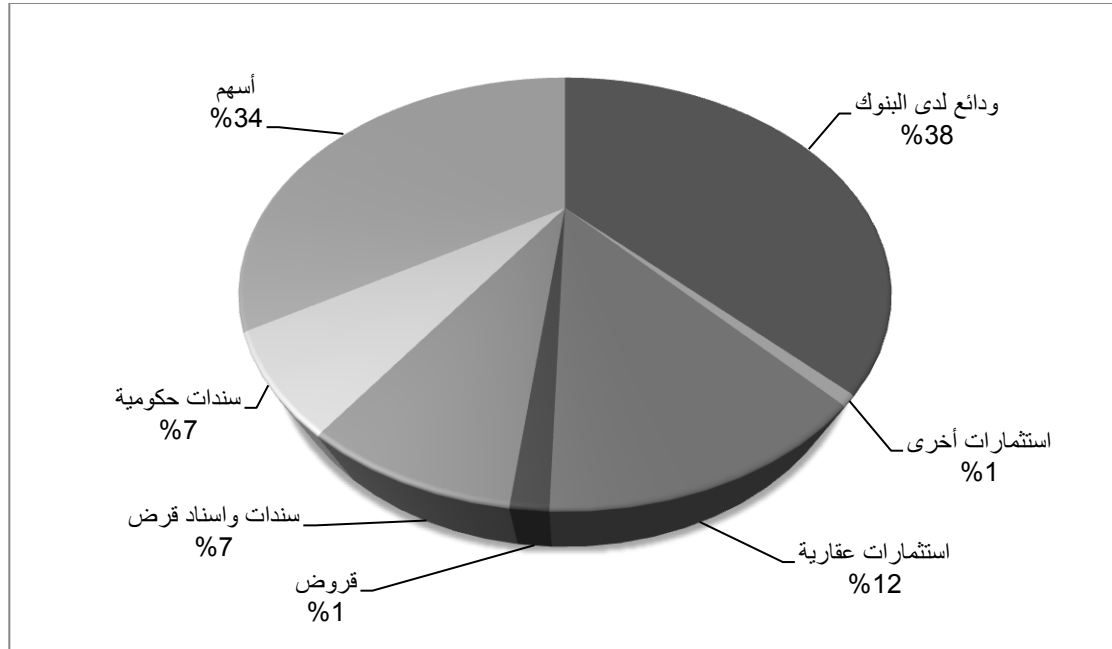
موجودات قطاع التأمين خلال خمسة أعوام (الأرقام بملايين الدينارات)



المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2009.

كما يبين الشكل (5-2) توزيع الاستثمارات على الأدوات المختلفة لعام 2007 حيث نلاحظ بأن حوالي ثلث الاستثمارات أي حوالي (175.7) مليون دينار مستثمرة على شكل ودائع لدى البنوك مما يزيد قدرة شركات التأمين على الوفاء بالتزاماتها وتحقيق عائد مناسب وبالوقت نفسه تشكل الموجودات المالية للمتاجرة والمتوفرة للبيع حوالي (161.1) مليون دينار، أما الاستثمارات المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق (طويلة الأجل) فتبلغ حوالي (64.8) مليون دينار.

شكل رقم (5-2) يبين موجودات قطاع التأمين لعام 2007



المصدر: هيئة التأمين الأردني، التقرير السنوي، 2008.

المبحث الثالث

2.2.2. النظام المصرفي في الأردن

نظرة على الجهاز المصرفي الأردني:

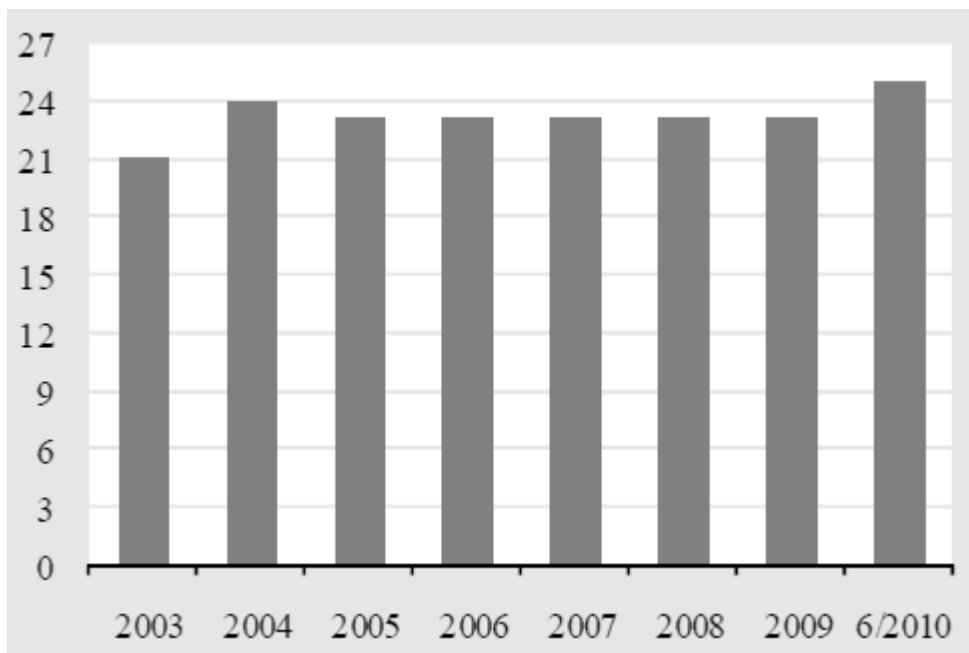
تعود البدايات الأولى للجهاز المصرفي الأردني لعام 1925 عندما بدأ البنك العثماني بالعمل في البلاد كأول مصرف تجاري ثم تلاه في عام 1934 البنك العربي الذي تم افتتاح فرع الأول في عمّان والبنك البريطاني للشرق الأوسط²⁹. وقد اقتصر الجهاز المصرفي على هذه المصارف الثلاثة حيث تم تأسيس ثلاثة مصارف تجارية جديدة خلال الفترة من عام 1955-1960 هي البنك الأهلي الأردني وبنك الأردن وبنك القاهرة عمّان كذلك افتتح بنك الرافدين فرع الأول في الأردن.

وفي الوقت الذي لم تشهد فترة الستينات تطورات مهمة على الجهاز المصرفي حيث لم تؤسس مصارف جديدة، ولم تفتح فروع للمصارف القديمة إلا وأنه اعتباراً من مطلع السبعينات بدأ الجهاز المصرفي الأردني يشهد نقلة كمية ونوعية مميزة، حيث تم تأسيس مصارف تجارية أردنية عدة (الأردني الكويتي، والأردن والخليج، والبتراء، والبنك السوري الأردني) وفتحت مصارف أجنبية عدة فروعاً لها في الأردن (سيتي بنك، تشيس منهاتن، وبنك الاعتماد والتجارة)، كما تم تأسيس العديد من المؤسسات المالية والمصارف المتخصصة ومصارف الاستثمار الأمر الذي أدى إلى تكامل السوق المالية الأردنية من حيث تنوع المؤسسات كما تم إدخال العديد من الأدوات المالية، ونمت موجودات الجهاز المصرفي وارتفع حجم عملياته، وبلغ عدد البنوك العاملة في الأردن (25) بنكاً، وذلك حتى منتصف عام 2010، منها ثلاثة مصارف إسلامية وتسعة فروع لبنوك أجنبية. وتمارس هذه البنوك نشاطها من خلال (641) فرعاً و(66) مكتب تمثيل موزعة داخل

²⁹ عقل، مفلح، وجهات نظر مصرفية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006.

المملكة، أما عدد فروع البنوك الأردنية العاملة في الخارج فقد وصل إلى (14) فرعاً حتى منتصف عام 2009، ويمثل الشكل (2-6) تطور عدد البنوك العاملة في الأردن حتى منتصف الشهر السادس من عام 2010:

شكل رقم (2-6) يبين تطور عدد البنوك من 2002 وحتى منتصف 2009



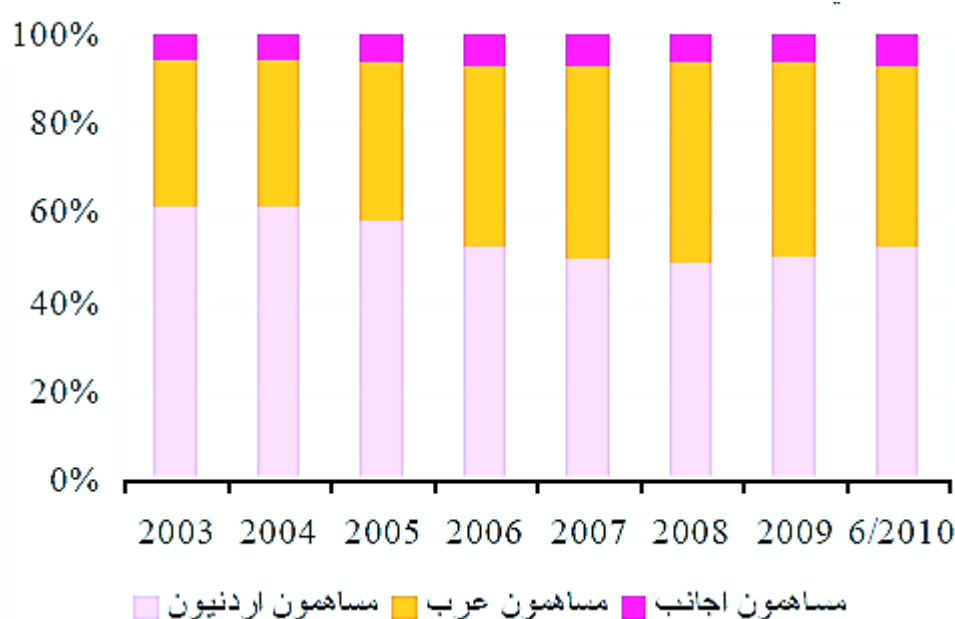
المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2009.

1.2.2.2 تركيبة الملكية في الجهاز المصرفي الأردني:

أسهمت جهود البنك المركزي طيلة السنوات السابقة في المحافظة على الاستقرار النقدي والمالي، وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني في ظل هيكل أسعار فائدة متوافق مع حجم النشاط الاقتصادي، والمحافظة على جهاز مصرفي سليم ومتمين في توفير بيئة استثمارية جاذبة. وقد انعكس هذا في زيادة نسب ملكية غير الأردنيين في البنوك الأردنية التي ارتفعت من (38.6%) في عام 2003 إلى (46.7%) في نهاية النصف

الأول من عام 2010، الأمر الذي يعكس زيادة ثقة المستثمرين في الجهاز المصرفي بصورة خاصة والاقتصاد الأردني بصورة عامة. ويظهر الشكل (2-7) تركيبة الملكية في الجهاز المصرفي الأردني:

شكل رقم (2-7) يبين تركيب الملكية في الجهاز المصرفي الأردني



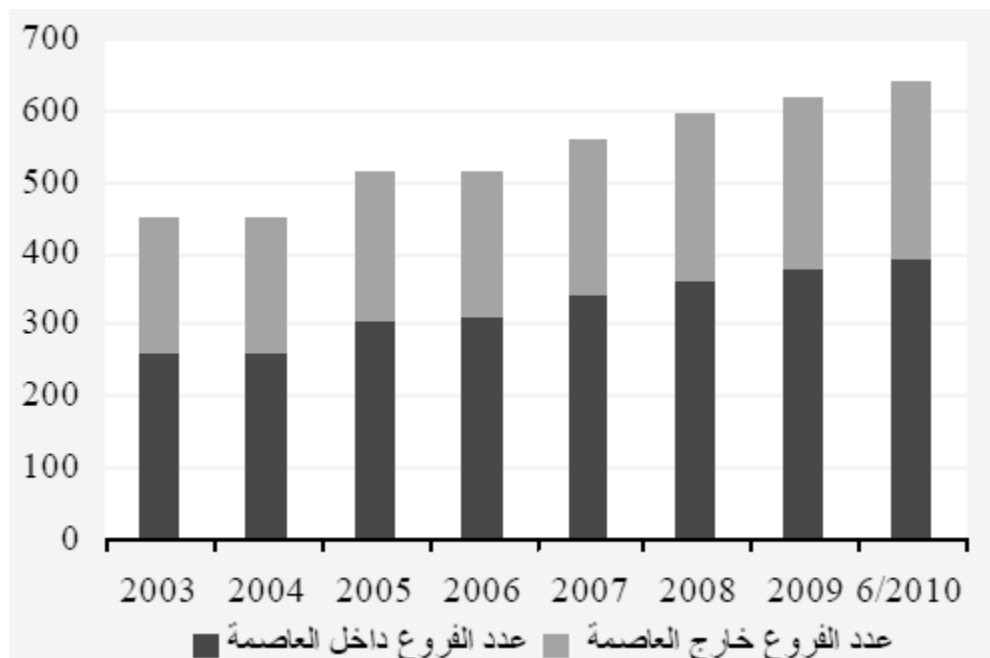
المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2009.

2.2.2.2 تفرع البنوك داخل المملكة وخارجها:

واصلت البنوك سياسة زيادة عدد فروعها داخل المملكة لتغطية أكبر قدر ممكن من المناطق، حيث ارتفع عدد فروع البنوك من (449) فرعاً في نهاية عام 2003 إلى (641) فرعاً في نهاية النصف الأول من عام 2010 أي بزيادة مقدارها (192) فرعاً وبنسبة نمو (42.8%)، وما زالت العاصمة عمان تحظى بالنصيب الأكبر من عدد هذه الفروع كما هو موضح بالشكل (2-8)، حيث بلغت نسبة عدد الفروع في العاصمة إلى إجمالي عدد الفروع في المملكة في نهاية النصف الأول من عام 2010 ما يقارب (61.6%)، أما بالنسبة

للتفرع خارج المملكة فيلاحظ ارتفاع عدد هذه الفروع في نهاية النصف الأول من عام 2010 إلى (141) فرعاً مقابل (129) فرعاً في نهاية عام 2003.

شكل رقم (2-8) يبين تفرع البنوك داخل الأردن وخارجه



المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2009.

3.2.2.2 أزمة الثمانينات والخروج منها:

شهد الأردن خلال الثمانينات فترة ركود اقتصادية طويلة تزامنت مع تراجع أسعار النفط، وجاء بعد ذلك فترة رواج طويلة بدأت مع تحسن أسعار النفط³⁰، وقد تطلع الكثيرون إلى الجهاز المصرفي للقيام بدور ملحوظ في التخفيف من حدة هذه الأزمة، وتوفير التمويل الاستثماري لكن الجهاز المصرفي نفسه تعرض لضغوطات واضحة نتيجة للتحويل الذي أصاب بنية العمل المصرفي محلياً وإقليمياً ودولياً، وقد أدت هذه

³⁰ عقل، مفلح، وجهات نظر مصرفية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006، ص 97.

الضغوطات في مجملها إلى ضعف عام في الجهاز المصرفي ولم يتمكن بسببها من القيام بالدور المطلوب منه، ولعل أهم العوامل المسؤولة عن أوجه الضعف في الجهاز المصرفي تتمثل في³¹:

1 - الركود الاقتصادي الذي أصاب الاقتصاد الأردني إثر انهيار أسعار النفط عام 1982 الذي أخذ يتعمق حتى بلغ ذروته عام 1989.

2 - انفجار أزمة المديونية وما ترتب عليها من الحد من المصادر الأجنبية لتمويل الاستثمار.

3 - تضخم عدد الوحدات المصرفية في اقتصاد ليس ذا عمق -كونه اقتصاد خدمي- يستوعب مثل هذا العدد مما خلق منافسة شديدة أدت إلى ضغوط الهوامش الربحية وإلى حصول تجاوزات لمبادئ العمل المصرفي السليم.

4 - ضعف سيولة بعض المؤسسات المصرفية وتعرضها لضغوطات مستمرة.

5 - ارتفاع تكاليف الإنتاج وتدنّي الربحية وانخفاض العائد على الموجودات وعلى رأس المال الأمر الذي يؤدي لتزايد الديون المتعثرة، وذلك بسبب ضعف التطور الصناعي.

6 - ارتفاع العبء الضريبي وشح الإعفاءات ولاسيما المرتبطة بالديون المشكوك فيها والديون المعدومة الأمر الذي انعكس سلباً على حجم الاحتياطات المكونة للديون غير العاملة وأدى إلى تساهل في تصنيف الديون.

³¹ المرجع السابق نفسه، ص 98.

7 - انهيار بعض مؤسسات الجهاز المصرفي الذي كشف عن قصور فني تمثل في عدم اتباع المبادئ

المصرفية السليمة إضافة إلى انحرافات إدارية واضحة.

8 - قصور التشريعات المصرفية عن معالجة المستجدات.

9 - نقص الكفاءات المصرفية المتميزة.

10 - ضعف النسب المعبرة عن كفاية رأس المال ولاسيما رأس المال إلى الموجودات.

4.2.2.2 موجودات البنوك المرخصة العاملة ومطلوباتها في الأردن:

تقوم البنوك المرخصة بدورٍ أساسي في دفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال حشد المدخرات الوطنية واستخدامها في تمويل القطاعات الاقتصادية المنتجة. وقد شهدت الأعوام من 2003 حتى النصف الأول من عام 2010 وتحديداً الفترة منذ بداية عام 2004 تطوراً في أعمال البنوك من حيث الكم والنوع. وقد جاء هذا التطور بفعل معدلات النمو الحقيقية القوية التي حققها الاقتصاد الأردني خلال هذه الفترة، فقد سجل رقم أعمال البنوك معدلات نمو قوية للفترة (2003 - 2010/6) بلغت في المتوسط (11.5%) ليصل في نهاية النصف الأول من عام 2010 إلى (32.5) مليار دينار مشكلاً ما نسبته (167.5%) من الناتج المحلي الإجمالي. وقد سُجل أعلى نمو خلال الفترة (2004-2006) وبمعدل (14.6%) و (19.1%) و (15.5%) على التوالي. أما خلال النصف الأول من عام 2010 فقد تراجع معدل نمو رقم أعمال البنوك إلى (3.2%) مقارنة مع (4.2%) خلال النصف الأول من عام 2009، وذلك نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية على مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية في المملكة، إلا أنه بالمقارنة مع دول أخرى في المنطقة والعالم فإن

تأثر الأردن بهذه الأزمة يعدّ محدوداً. ويبين الجدول (2-13) تركيبة أموال البنوك واستخداماتها في نهاية شهر 2010/6 مقارنة مع نهاية عام 2009.

جدول رقم (2-13) يبين استخدامات أموال البنوك في الجهاز المصرفي الأردني

استخدامات الأموال	2009/12	2010/6	التغير	معدل النمو
أرصدة نقدية	10245.8	10345.8	100	1%
التسهيلات المباشرة	13197.1	13771.7	574.6	4.4%
محفظة الأوراق المالية	6600	6715.3	115.3	1.7%
موجودات ثابتة	417.4	446.6	29.2	7%
موجودات أخرى	1046.4	1178.1	131.7	12.6%
الإجمالي	31506.7	32457.5	950.8	3%

المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2010.

كما يبين الجدول (2-14) مصادر أموال البنوك:

جدول رقم (2-14) يبين مصادر أموال البنوك لعامي 2009-2010

مصادر الأموال	2009/12	2010/6	التغير	النمو
ودائع العملاء	20298.4	21217.2	918.8	4.5%
ودائع الجهاز المصرفي	3871.6	3590.3	281.3	7.3%
التأمينات النقدية	1368.3	1384.7	16.4	1.2%
المبالغ المقترضة	213.7	272.6	58.9	27.6%
حقوق المساهمين	3719.3	4037.5	318.2	8.6%
باقي مصادر الأموال	2035.4	1955.2	80.2	3.9%
الإجمالي	29342	30566.9	1224.9	

المصدر: البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2009.

وبالنظر إلى تركيبة مصادر أموال البنوك واستخداماتها في نهاية شهر 6/2010، ومقارنة ذلك مع نهاية عام 2009 يلاحظ أن ما نسبته (60.4%) من مصادر الأموال التي تدفقت على البنوك خلال النصف الأول من عام 2010 وظفت في التسهيلات المباشرة التي زادت بمبلغ (574.6) مليون دينار لتبلغ في نهاية شهر 6/2010 (13771.7) مليون دينار وشكلت ما نسبته (42.4%) من إجمالي توظيفات البنوك، في حين وظف ما نسبته (3.2%) من مصادر الأموال من عام 2009 في التسهيلات، مما يدل أن عام 2010 شهد تحسناً في نمو التسهيلات مقارنة مع 2009، وذلك نتيجة تراجع حدة الأزمة المالية العالمية وبدء تعافي الاقتصاد الأردني من تداعيات الأزمة. كما وظف (10.6%) من مصادر الأموال التي تدفقت على البنوك خلال النصف الأول من عام 2010 في السندات، ولاسيما السندات الحكومية مما زادت توظيفات البنوك فيها خلال هذه الفترة ما يقارب (44.3%) مليون دينار وتبلغ في نهاية الفترة (4494.8) مليون دينار ولتشكل بذلك ما نسبته (13.8%) من إجمالي توظيفات البنوك في الأرصدة النقدية (لاسيما الأرصدة المودعة لدى البنك المركزي) ما نسبته (31.8%) من إجمالي التوظيف. ويذكر أن البنك المركزي يقوم بمتابعة السيولة لدى البنوك بأسلوبين:

الأول: من خلال تعليمات السيولة القانونية والتي تفرض على البنوك الاحتفاظ بمقدار كافٍ من الموجودات السائلة (النقدية وشبه النقدية) لمواجهة التزاماتها، فيما يركز الأسلوب الثاني على الموازنة بين آجال الموجودات والمطلوبات ويأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية الداخلة والخارجة كافة، من خلال ما يسمى بتعليمات السيولة بحسب سلم الاستحقاق (Maturity Ladder) التي تطلب من البنوك الموازنة بين آجال مصادر أموالها وتوظيفاتها وذلك للتخفيف من مخاطر السيولة التي قد تتعرض لها.

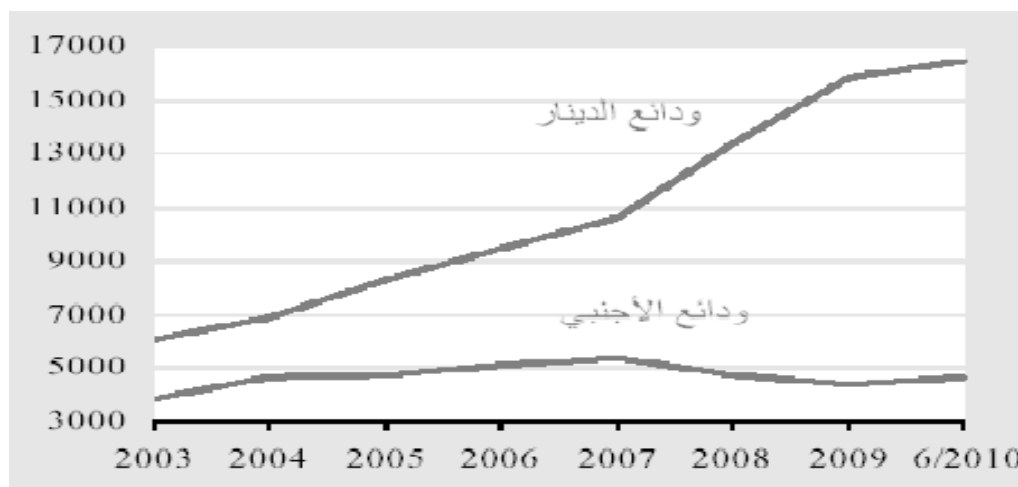
5.2.2.2 أهم مصادر الأموال (مطلوبات البنوك):

1. ودائع العملاء:

بلغت ودائع العملاء في نهاية شهر 6/2010 حوالي (21.2) مليار دينار (ما نسبته 65.3% من إجمالي مصادر أموال البنوك) مقابل (10) مليار دينار في نهاية عام 2003 أي بزيادة مقدارها (11.2) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (112%)، حيث تعدّ ودائع العملاء أهم مصدر لتمويل توظيفات البنوك، و يعدّ الاستقرار النقدي والمالي الذي نعم به الاقتصاد الأردني، وتحقيقه لمعدلات نمو قوية، وتنامي ثقة العملاء في دور البنوك في الاقتصاد، وقيام الحكومة بضمان الودائع لدى الجهاز المصرفي، إلى جانب ارتفاع هامش أسعار الفائدة بين الموجودات المحررة بالدينار الأردني والموجودات المحررة بالعملة الأجنبية، ودخول عدد كبير من الوافدين بعد حرب الخليج الثانية من الأسباب الرئيسة لتنامي الودائع.

ومن المؤشرات التي تشكل تعزيزاً للاستقرار النقدي والمالي في المملكة هو الارتفاع المستمر في ودائع العملاء بالدينار الأردني مقارنة بالودائع بالعملة الأخرى، حيث شكلت ودائع العملاء بالدينار ما نسبته (77.8%) من إجمالي ودائع العملاء في نهاية شهر 6/2010 مقابل ما نسبته (77%) في نهاية الفترة نفسها من عام 2009 وما نسبته (61%) في بداية عام 2003 كما في الشكل (2-9)، ومثل هذا الاتجاه يعكس زيادة ثقة المدخرين في الدينار الأردني كعملة ادخارية، وقد نتج ذلك عن السياسة النقدية التي ينتهجها البنك المركزي والتي تحافظ على هامش مريح بين سعر الفائدة على الموجودات المحررة بالدينار الأردني، وسعر الفائدة على الموجودات المحررة بالعملة الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، بالإضافة إلى الانخفاض الكبير الذي شهدته أسعار الفائدة على العملات الأجنبية خلال الأزمة المالية العالمية والتي حولت العملات الأجنبية ولاسيما الدولار الأمريكي إلى عملات غير جاذبة للمودعين.

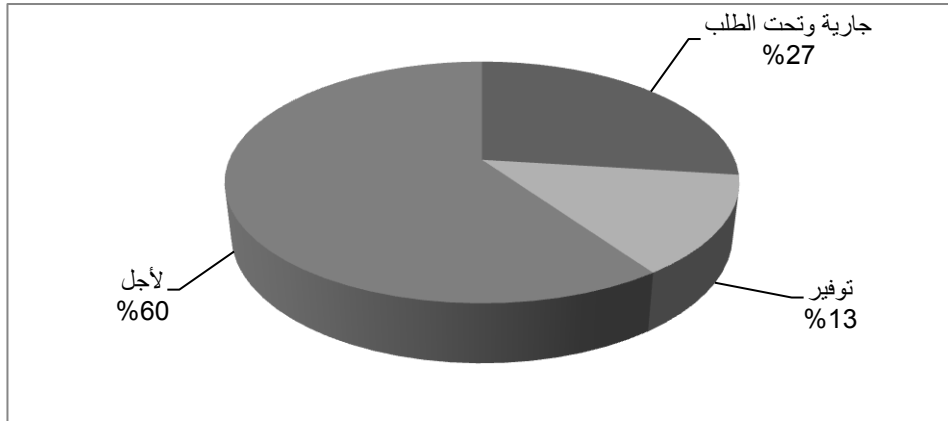
شكل رقم (2-9) يبين تطور حجم ودائع العملاء بالدينار والعملات الأجنبية



المصدر: البنك المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

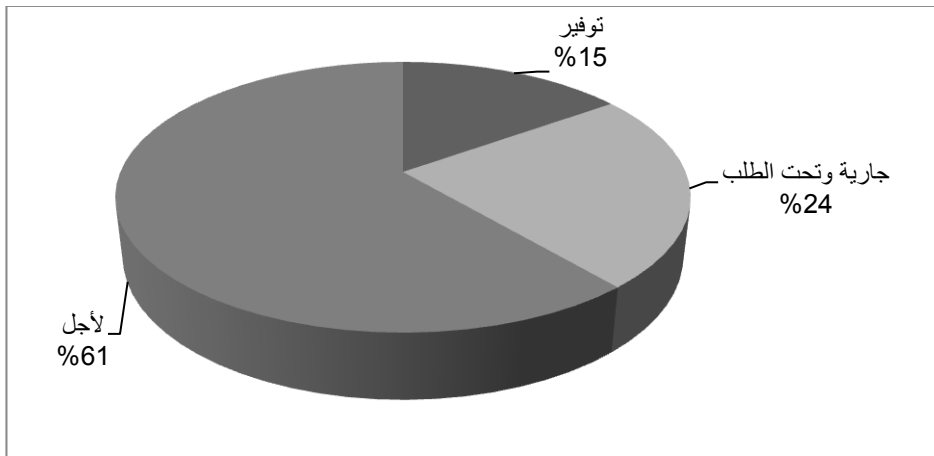
أما قطاعياً، فقد استحوذ القطاع الخاص على النصيب الأكبر من ودائع العملاء، حيث شكلت ودائع القطاع الخاص ما نسبته (92%) من إجمالي ودائع العملاء في نهاية شهر 2010/6 مقابل ما نسبته (90.7%) في نهاية عام 2009 وما نسبته (89%) في بداية عام 2003. أما بخصوص تركيبة الودائع بحسب نوعها فقد تراجعت نسبة الودائع لأجل من (61.3%) في نهاية عام 2003 إلى ما نسبته (59.7%) في نهاية النصف الأول من عام 2010، وقد جاء هذا التراجع لصالح ودائع تحت الطلب وكما هو مبين في الشكلين (2-10) و(2-11) الآتيين:

شكل رقم (2-10) يبين ودائع العملاء بحسب النوع في النصف الأول لعام 2010



المصدر: البنك المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2010.

شكل رقم (2-11) يبين ودائع العملاء بحسب النوع لعام 2003

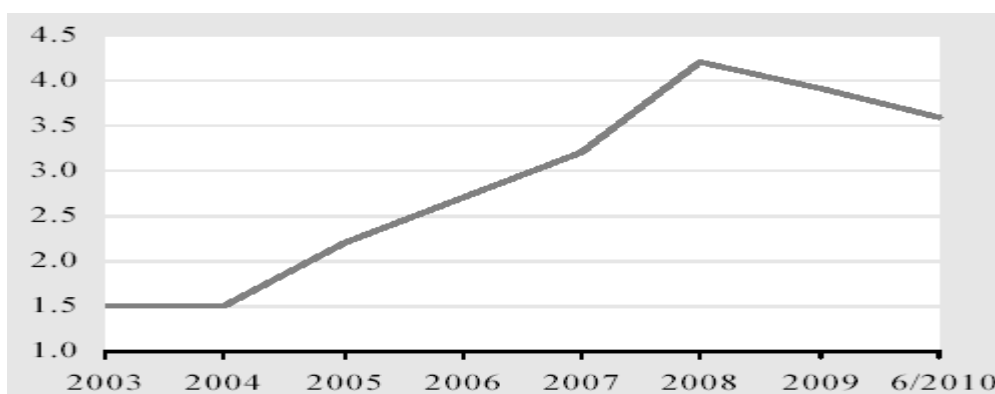


المصدر: البنك المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

2. ودائع الجهاز المصرفي:

تضاعفت هذه الودائع (والتي تتكون من ودائع البنوك والمؤسسات المصرفية الأخرى وودائع فروع البنوك خارج الأردن) بأكثر من مرة ونصف من عام 2003 وحتى النصف الأول من عام 2010، فبلغت في نهاية النصف الأول من عام 2010 ما يقارب (3.6) مليار دينار مقابل (1.5) مليار دينار نهاية عام 2003 أي بزيادة مقدارها (2.1) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (140%). ويبين الشكل (2-12) تطور حجم الودائع من عام 2003 حتى منتصف عام 2010:

شكل رقم (2-12) يبين تطور حجم ودائع القطاع المصرفي في الأردن



المصدر: البنك المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

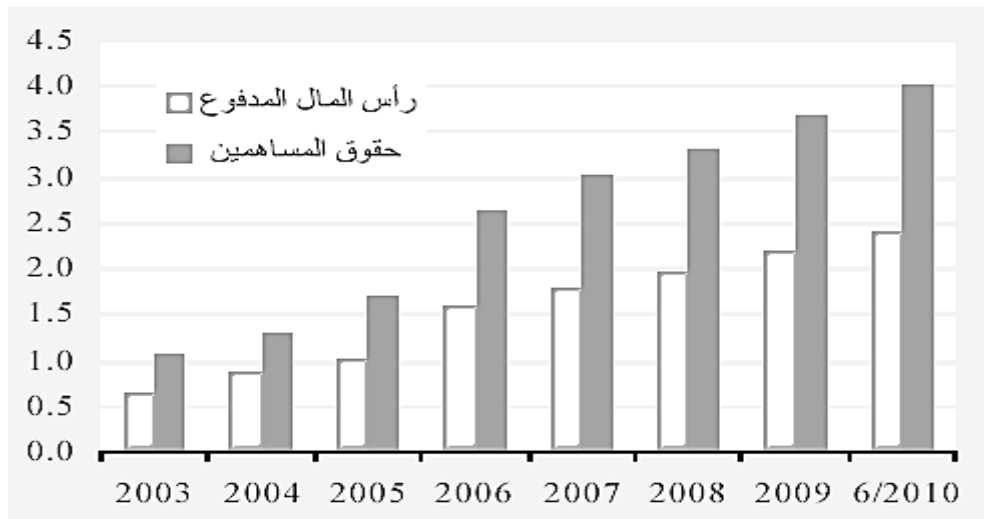
3. حقوق المساهمين:

إن النمو الكبير في حقوق مساهمي البنوك من عام 2003 والنصف الأول من عام 2010 يعد من المؤشرات الإيجابية التي تدعو إلى الارتياح لما لهذا النمو من أثر إيجابي في تعزيز الاستقرار المالي، فهو يزيد من ملاءة البنوك، ويعزز قدرتها على مواجهة المخاطر، وبالتالي يعزز سلامة البنوك ومئاتها ويشكل حماية أكبر لأموال المودعين. فقد نمت حقوق المساهمين خلال الفترة من نهاية عام 2003 حتى نهاية النصف الأول من عام 2010 بمبلغ (2.9) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (277.4%) لتصل في نهاية

شهر 6/2010 إلى ما يقارب (4) مليار دينار. وقد بدأ هذا النمو الملحوظ اعتباراً من عام 2004، ووصل إلى أعلى مستوياته خلال عام 2006، حيث نمت حقوق مساهمي البنوك خلال عام 2006 بمبلغ (915) مليون دينار وبنسبة نمو بلغت (52.9%). وقد جاء هذا النمو الملحوظ نتيجة لثلاثة عوامل رئيسية:

الأول قيام معظم البنوك خلال عام 2006 برفع رؤوس أموالها تلبية لمتطلبات البنك المركزي الذي طلب رفع الحد الأدنى لرؤوس أموال البنوك الأردنية من (20) مليون دينار إلى (40) مليون دينار ونصف هذا المبلغ لفروع البنوك الأجنبية. أما **العامل الثاني** فهو رغبة بعض البنوك في توسيع أعمالها والحصول على تصنيف أعلى. **والعامل الثالث** هو تحقيق البنوك لأرباح مرتفعة انعكست إيجابياً على حقوق مساهميها. ويبين الشكل (13) تطور رؤوس أموال وحقوق مساهمي البنوك (بالمليار دينار):

شكل رقم (2-13) يبين تطور رؤوس أموال وحقوق مساهمي البنوك:



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

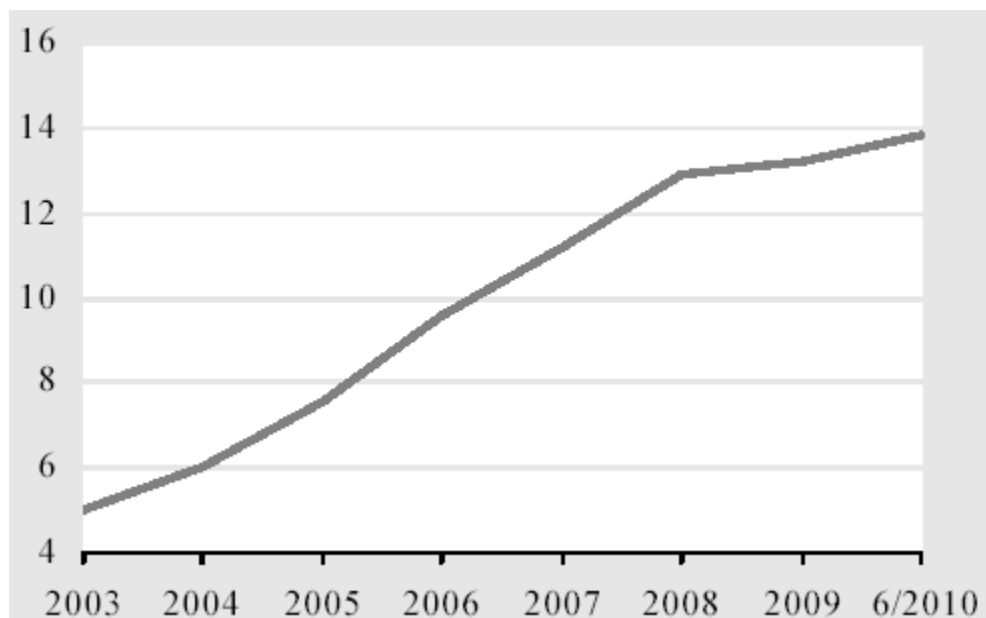
6.2.2.2 أهم استخدامات الأموال:

1. التسهيلات المباشرة:

شهدت الفترة منذ بداية عام 2004 نمواً لم يسبق له مثيل في التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك فقد نمت هذه التسهيلات خلال الفترة (2004-2008) بمبلغ (7.9) مليار دينار³² وبنسبة نمو بلغت (158%). وقد تركز هذا النمو الكبير خلال عام 2006 بمبلغ (2) مليار دينار وبنسبة (26.3%)، وفي عام 2005 بمبلغ (1.6) مليار دينار وبنسبة نمو (26.7%)، أما عام 2009 فقد شهد تباطؤاً ملحوظاً في نمو التسهيلات الائتمانية حيث نمت بمبلغ (0.3) مليار دينار وبنسبة (2.3%)، وهي نسبة تعكس عوامل الطلب والعرض في السوق المصرفي. ففي جانب الطلب وبسبب حدوث تباطؤ في النمو الاقتصادي وانخفاض الأسعار والتخوف من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد انخفض الطلب الكلي مما أدى إلى انخفاض طلب الأفراد والشركات على التسهيلات. وفي جانب العرض والمتمثل بمنح هذه التسهيلات من البنوك فكان هناك تخوف من عدم السداد إضافة إلى زيادة ظروف عدم التأكد مما ساهم إسهاماً كبيراً في تراجع نمو التسهيلات وتفضيل السيولة الأمر الذي يفسر اتجاه البنوك إلى الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية بالرغم من انخفاض العائد عليها، كذلك قامت البنوك بالاستثمار في نافذة الإيداع لليلة واحدة بسعر فائدة (2%)، فقام البنك المركزي في النصف الأول من عام 2010 بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات الدينار ونسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي مرات عدة، مما أدى إلى نمو التسهيلات عام 2010 حيث ازدادت قيمتها بمبلغ 574.6 مليون دينار وبنسبة نمو (4.4%)، كما تعزى هذه الزيادة إلى تراجع تأثيرات الأزمة المالية على البنوك في الأردن. ويبين الشكل (2-14) تطور التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك (بالمليار دينار).

³² البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2010.

شكل رقم (2-14) يبين تطور التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك

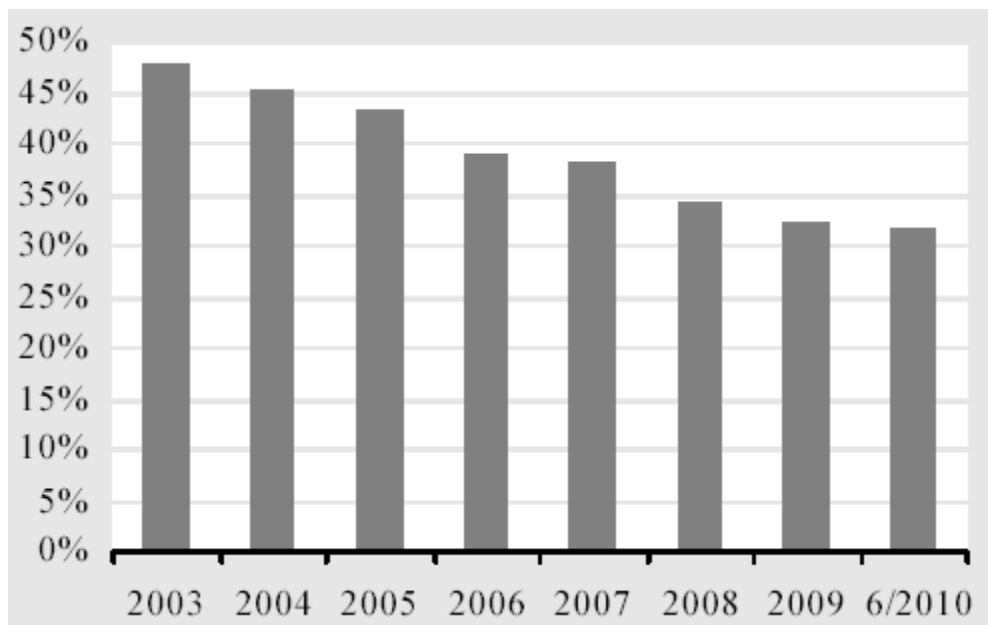


المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

2. الأرصدة النقدية:

ارتفعت السيولة المحتفظ بها البنوك على شكل نقد وأرصدة نقدية خلال الفترة منذ نهاية عام 2003 ولغاية شهر 6/2010 بمبلغ (3.1) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (43%) كما في الشكل (2-16) لتصل في نهاية النصف الأول من عام 2010 إلى ما يعادل (10.3) مليار دينار، علماً بأن النصف الأول من عام 2010 قد شهد ارتفاعاً طفيفاً في السيولة في الأرصدة النقدية بمبلغ (0.1) مليار دينار، وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة لعودة التسهيلات إلى النمو من جديد بسبب تراجع حدة الأزمة المالية العالمية، مما أدى إلى انخفاض حصة الأرصدة النقدية من إجمالي التوظيف من (32.5%) في نهاية عام 2009 إلى (31.9%) في نهاية شهر 6/2010. وعادة ما يقرر نسب السيولة المحتفظ بها المصرف المركزي لكن وجود فائض في السيولة في المصارف الأردنية يخفض من معدلات نمو أرباحها.

شكل رقم (2-15) يبين تطور الأرصدة النقدية منذ عام 2003 حتى منتصف 2010



الشكل (15)، المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

3. محفظة الأوراق المالية:

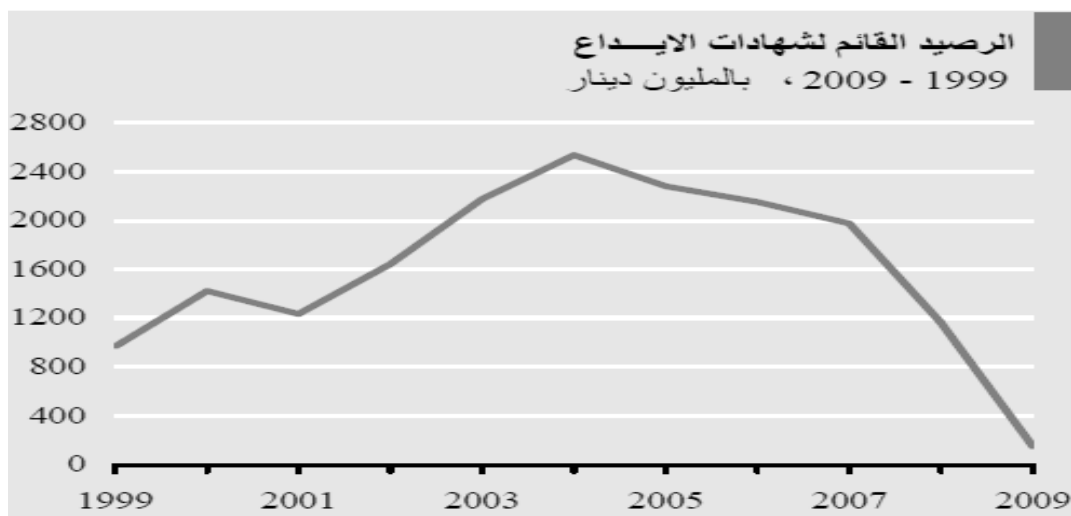
ارتفعت استثمارات البنوك في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) خلال الفترة من عام 2003 لغاية شهر 6/2010 بمبلغ (4.9) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (272.2%) لتصل إلى ما يعادل (6.7) مليار دينار. وقد نتج هذا الارتفاع عن ارتفاع استثمارات البنوك في السندات بما يعادل (4.4) مليار دينار وارتفاع استثمارات البنوك في الأسهم بمبلغ (0.5) مليار دينار، ويذكر بأن عام 2005 شهد أكبر ارتفاع لاستثمارات البنوك في الأسهم وبما يُقارب (0.3) مليار دينار نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم ارتفاعاً كبيراً، مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المستثمر بها من قبل البنوك إضافةً إلى قيام البنوك بزيادة استثماراتها في الأسهم لجني مزيد من الأرباح، ثم عادت لتتخفّض بعد ذلك نتيجة التصحيح الذي حصل في السوق المالي لاسيّما خلال عام 2006 والنصف الأول من عام 2007، وذلك بسبب الأزمة المالية في مصر والسعودية نتيجة فائض السيولة هناك الذي أدى إلى انخفاض ملحوظ في أسعار الأسهم، أما خلال النصف الأول من عام

2010 فقد ارتفعت استثمارات البنوك في الأسهم بمقدار (14.5) مليون دينار، في حين ارتفعت استثمارات البنوك في السندات بما مقداره (100.8) مليون دينار، منها حوالي (44.3) مليون دينار في أدوات الخزينة الأردنية وسنداتها، وهذا النوع من السندات خالٍ تقريباً من المخاطر، مما يعزز من الاستقرار المالي في الأردن.

7.2.2.2 السيولة المحلية:

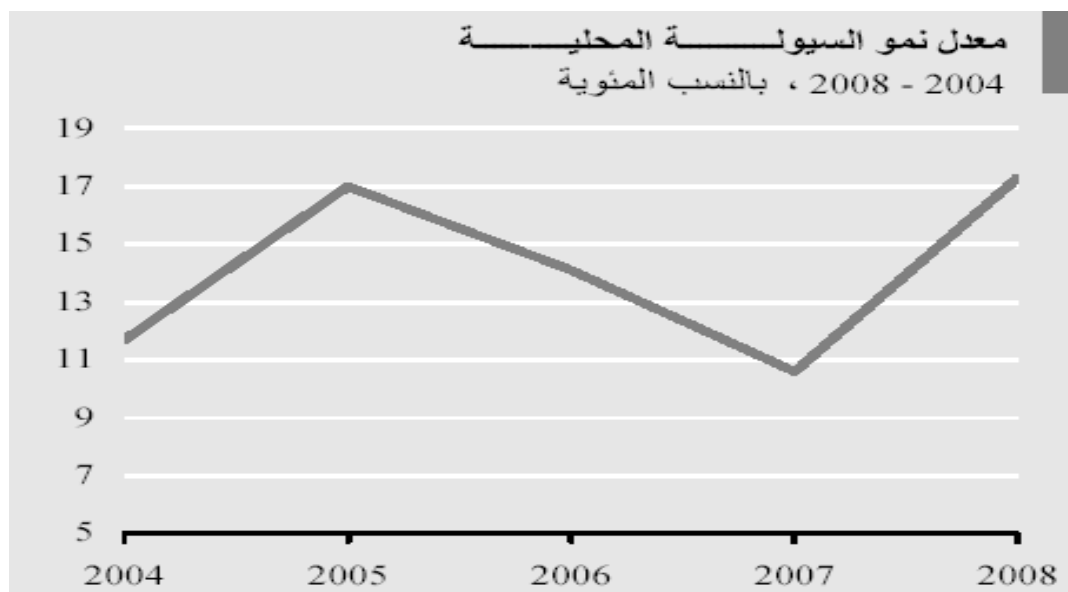
استجابة لتداعيات الأزمة المالية العالمية ولتعزيز الطلب الكلي واستئناف عملية النمو بوتيرة أعلى بعد التباطؤ عام 2009، توقف البنك المركزي عن إصدار شهادات الإيداع منذ شهر تشرين الأول 2008 لضخ المزيد من السيولة. ونتيجة لذلك انخفض الرصيد القائم لشهادات الإيداع من 1166 مليون دينار نهاية 2008 إلى 150 مليون دينار إلى (1016) مليون دينار، فارتفعت السيولة بذلك خلال عام 2010 بمقدار (2293.4) مليون دينار عن مستواها في نهاية عام 2009 لتبلغ (22306.7) مليون دينار. ويبين الشكل (2-16) تغيرات الرصيد القائم لشهادات الإيداع من عام 1999 حتى عام 2009.

شكل رقم (2-16) يبين الرصيد القائم لشهادات الإيداع



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

شكل رقم (2-17) يبين معدل نمو السيولة المحلية في الأردن



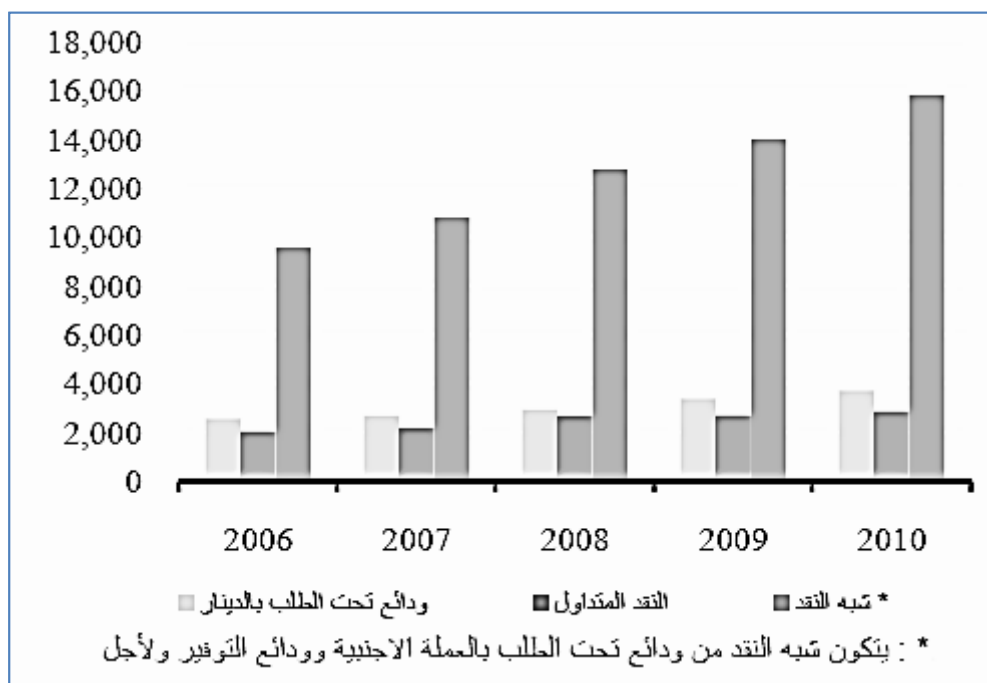
البنك المركزي الأردني، المصدر: تقرير الاستقرار المالي، 2009.

وعند تحليل السيولة المحلية وفقاً لمكوناتها والعوامل المؤثرة فيها خلال 2010 يتبين الآتي³³ :

أولاً- وفقاً للمكونات:

- ارتفاع شبه النقد خلال 2010 بمقدار 1782.9 أي ما نسبته (77.7%) من الزيادة في السيولة، وقد استحوذت ودائع التوفير ولأجل على النصيب الأكبر، وذلك بارتفاعها (1560.4) مليون دينار بسبب الثقة بالعملة المحلية وتحويلات المغتربين.
- ارتفاع عرض النقد بمقدار (510.5) مليون دينار ليبلغ ما مقداره (6550) مليون دينار نهاية 2010، وكان ذلك نتيجة لارتفاع الودائع تحت الطلب بالدينار والنقد المتداول بمقدار (346.4) مليون دينار.

شكل رقم (2-18) يبين مكونات السيولة المحلية



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

³³ البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2010.

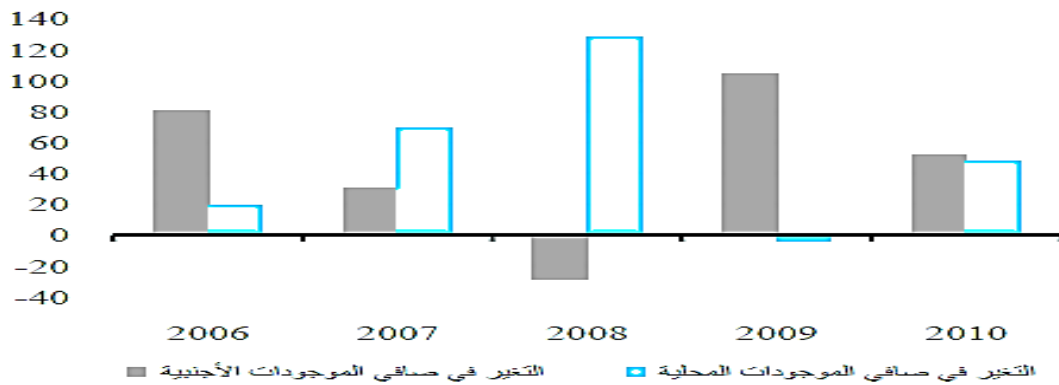
ثانياً- وفقاً للعوامل المؤثرة:

إن ارتفاع السيولة عام 2010 كان نتيجة للأثر التوسعي لصافي الموجودات الأجنبية وصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي وذلك على النحو الآتي:

- ارتفاع صافي الموجودات الأجنبية عام 2010 بمقدار (1197.1) مليون دينار مساهماً بحوالي (6) نقاط مئوية من إجمالي التوسع في السيولة المحلية، وذلك نتيجة ارتفاع صافي الموجودات الأجنبية في البنك المركزي والبنوك المرخصة.

- ارتفاع بند صافي الموجودات المحلية خلال 2010 بمقدار (1096.3) مليون دينار عن نهاية 2009 مما أثر في زيادة السيولة بمقدار (5.5) نقطة مئوية من إجمالي التوسع في السيولة. وكان هذا الأثر نتيجة الأثر التوسعي للائتمان الممنوح للقطاع الخاص بمقدار (4.6) نقطة مئوية والقطاع العام (1.6) نقطة مئوية.

شكل رقم (2-19) يبين العوامل المؤثرة في السيولة المحلية



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

وبين الجدول الآتي التغير في العوامل المؤثرة في السيولة المحلية:

جدول رقم (2-15) يبين تغير العوامل المؤثرة في السيولة المحلية للأعوام (2004-2010)

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل نمو %							
الموجودات الأجنبية (صافي)	5.8	3.3	23.5	6.2	-9.7	25.1	13.5
الموجودات المحلية (صافي)	19.8	33.6	5.3	15.5	44.7	-0.6	9.8
صافي الديون على القطاع العام	16.5	25.6	-14.9	37.1	75.1	6.9	6.3
صافي الديون على القطاع العام	17.3	30.3	24.5	15.3	13.9	1.3	7.2
الديون على المؤسسات المالية	28.7	61.5	40.6	29.1	21	-29.1	-6.3
صافي العوامل الأخرى	13.5	22	33	24.1	2.8	7.2	1.9
السيولة المحلية	11.7	17	14.1	10.6	17.3	9.3	11.5
نسبة التغير من رصيد عرض النقد M2 في العام السابق (%)							
الموجودات الأجنبية (صافي)	3.4	1.8	11.4	3.2	-4.9	9.7	6
الموجودات المحلية (صافي)	8.3	15.2	2.7	7.4	22.2	-0.4	5.5
صافي الديون على القطاع العام	2.8	4.2	-2.8	5.3	13.2	1.7	1.6
صافي الديون على القطاع الخاص	9.2	16.9	15.2	10.3	9.8	0.9	4.6
الديون على المؤسسات المالية	0.2	0.6	0.5	0.4	0.4	-0.5	-0.1
صافي العوامل الأخرى	-3.9	-6.5	-10.2	-8.6	-1.2	-2.5	-0.6

المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

8.2.2.2 القطاعات المقترضة من الجهاز المصرفي:

ما زال الاعتماد كبيراً على الاقتراض من البنوك المرخصة لتوفير التمويل المطلوب للقطاع الخاص في ضوء عدم التطور الكامل لأسواق الأسهم والسندات. فقد توسعت البنوك في نشاطها الاقتراضي خلال منتصف عام 2008 ليصل رصيدها إلى مستوى يفوق الإثني عشر مليار دينار. ويبلغ رصيدها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها حوالي 100.6%. وعلى صعيد معدلات النمو في التسهيلات الائتمانية يلاحظ ارتفاعها الكبير خلال السنوات (2004-2006) بنسب 19.3%، 25.9%، 27.2% على التوالي، غير أن معدلات النمو قد انخفضت قليلاً لتصل إلى 15.7% في عام 2007 وإلى 14.3% في منتصف عام 2008.

ويعزى التسارع في نمو التسهيلات إلى زيادة دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي كنتيجة للسياسات التي انتهجتها الحكومة خلال سنوات التصحيح الاقتصادي. كما يعكس نمو التسهيلات تنوع فرص الاستثمار المجدي في الأردن، في ظل بيئة تتمتع بالاستقرار النقدي والمالي علاوة على توفر مناخ تشريعي متطور يوفر أشكال الدعم الممكن كافة للاستثمار، وكذلك زيادة دور الوساطة المالية للبنوك ودخولها كطرف رئيس في تمويل المشاريع والاستثمارات المحلية ولاسيما الإستراتيجية منها. وتعكس هذه الزيادة أيضاً من جانب آخر العديد من التطورات على صعيد البنوك نفسها بفعل الجهود المبذولة من قبلها أو جهود البنك المركزي لزيادة المتانة المالية للبنوك وزيادة كفاءتها التشغيلية وتحسين أساليب إدارة المخاطر، وهو ما استجابت له البنوك فعلاً من خلال المنافسة فيما بينها سواء على صعيد أسعار فائدة الإقراض أم على صعيد ابتكار برامج إقراض جديدة تلبي احتياجات فئة واسعة من المجتمع ولاسيما الفئات من ذوي الدخل المتدني والمحدود، وذلك في إطار توجيهها أكثر نحو ما يعرف بـ Retail Banking. كما يمكن أن يعزى جانب من الزيادة في التسهيلات إلى زيادة السيولة في المنطقة نتيجة ارتفاع أسعار النفط وارتفاع التدفقات الاستثمارية إلى الأردن.

وفي الوقت الذي تعمل فيه التسهيلات على تمويل القطاعات الاقتصادية من أجل تسريع الاستثمار والنمو الاقتصادي إلا أنها تخفي وراءها العديد من المخاطر. فالمبالغة في منح التسهيلات قد تغذي الضغوط التضخمية في الاقتصاد الكلي، وترفع من احتمالية التعرض لمخاطر الائتمان التي تنعكس ليس فقط على مؤسسات الجهاز المصرفي، وإنما على القطاعات المقترضة من الجهاز المصرفي. ولاسيما في ضوء عدم توفر بيانات كاملة لتقييم مخاطر المقترضين.

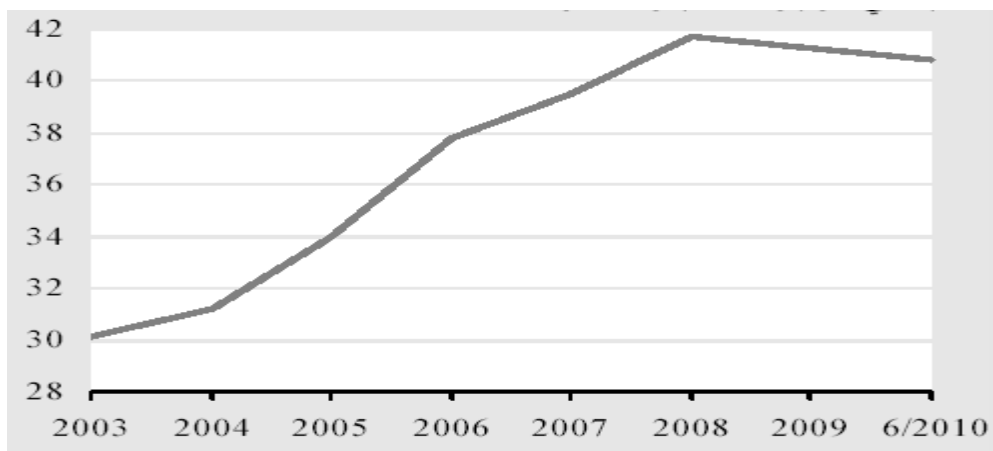
ومن جانب آخر، فإن تعرض القطاعات الاقتصادية لأيّ صدمات سلبية على صعيد أسعار الفائدة مثلاً قد ينعكس على الوضع المالي لهذه القطاعات وبالتالي زيادة احتمالية تعرض البنوك لمخاطر الائتمان (Asset Risk)، لذلك يجب على البنوك التأكد من الملاءة المالية للمقترضين والاحتياط لتلك المخاطر.

أولاً: توزيع التسهيلات على القطاعين العام والخاص:

سجلت التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص نمواً بلغت نسبته (4.3%) في نهاية النصف الأول من عام 2010، بعد أن وصلت إلى معدلات قياسية بلغت في المتوسط (22.1%) في الفترة 2005-2008. وشكلت تسهيلات القطاع الخاص (96%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية خلال الأعوام 2008 و 2009. في حين حظي القطاع العام بما نسبته (4%) فقط من إجمالي التسهيلات المباشرة.

وتشكل التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص الحصة الأكبر من توظيفات موجودات البنوك حيث بلغت هذه الحصة (40.8%) في نهاية النصف الأول من عام 2010، وكما بلغت تسهيلات القطاع الخاص من الناتج المحلي ما نسبته (82.5%) في نهاية عام 2008، علماً بأنها كانت بحدود (71%) في عام 2010 و (72.2%) في 2009. ويبين الشكل الآتي التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص من إجمالي موجودات البنوك المرخصة:

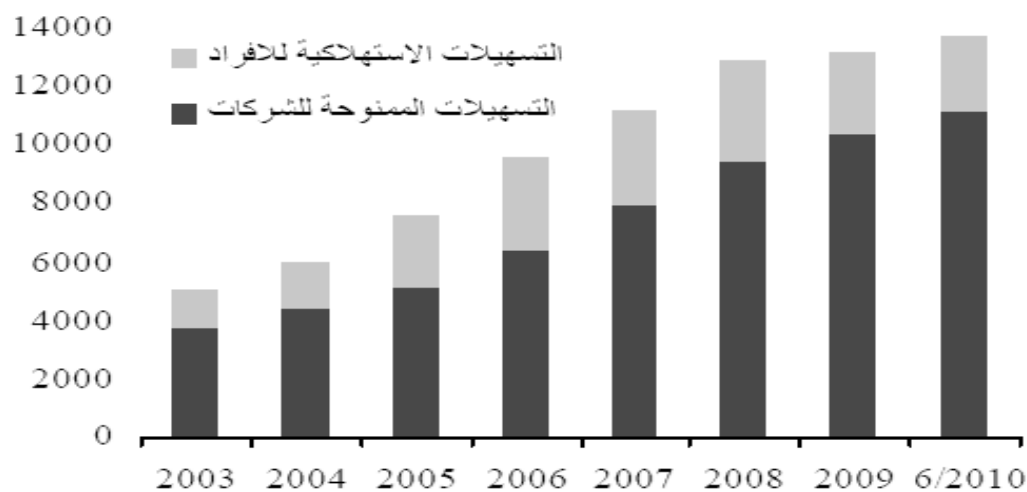
شكل رقم (2-20) يبين حجم التسهيلات الائتمانية من إجمالي موجودات البنوك المرخصة



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

ويبين الشكل (2-21) توزيع التسهيلات الممنوحة من البنوك للقطاعين العام والخاص:

شكل رقم (2-21) يبين توزيع التسهيلات الممنوحة من البنوك للقطاعين العام والخاص



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

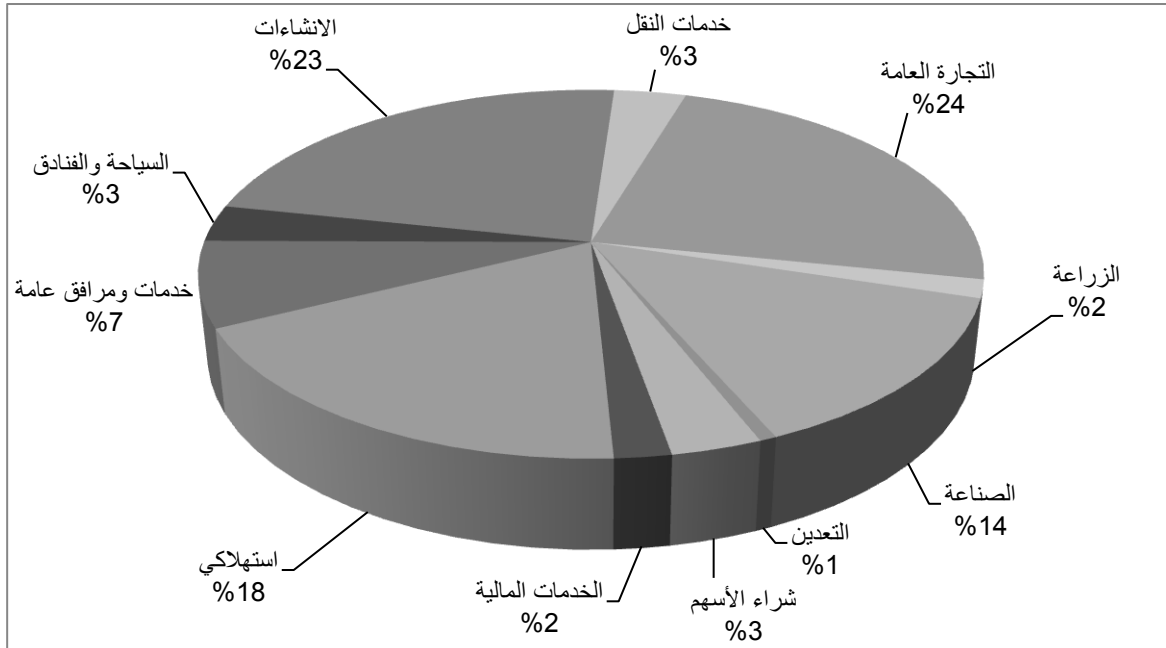
ثانياً: توزيع التسهيلات على الأفراد والشركات:

استحوذت التسهيلات الممنوحة لقطاع الشركات على النصيب الأكبر من إجمالي التسهيلات الممنوحة من الجهاز المصرفي خلال النصف الأول من عام 2010. حيث بلغت أهميتها النسبية (81.7%) بالمقارنة مع (78.4%) عام 2009.

ثالثاً: توزيع التسهيلات على القطاعات الاقتصادية:

تباينت أحجام التسهيلات المقدمة الأنشطة الاقتصادية كافة في نهاية النصف الأول من عام 2010، حيث ارتفع رصيد التسهيلات الممنوحة لقطاع الإنشاءات بمقدار (569.8) مليون دينار، ورصيد التسهيلات الممنوحة لقطاع الصناعة بمقدار (248.9) مليون دينار، كما ارتفع رصيد التسهيلات الممنوحة لقطاع الخدمات والمرافق العامة بمقدار (128.5) مليون دينار، أما قطاع التجارة العامة فقد شهد ارتفاعاً طفيفاً بمقدار (27) مليون دينار. وعلى الرغم من محاولة البنوك تنويع محفظتها إلا أن التسهيلات الممنوحة لقطاع الإنشاءات والتجارة العامة والصناعة بقيت تستحوذ على ما يقارب (68%) من إجمالي التسهيلات، وذلك لأنها غالباً ما تكون مكفولة بضمانات كافية مما يقلل معها المخاطر. ويجدر الذكر أن تنوع محفظة التسهيلات وعدم تركزها يعدُّ أحد الضوابط التي يفرضها البنك المركزي لما في ذلك من تنويع لمخاطر الائتمان، وأنه يحد من حالات التعثر وأثر التنوع على رأس مال البنك ، ومتانة الجهاز المصرفي. ويمثل الشكل (2-22) التسهيلات الائتمانية بحسب القطاعات الاقتصادية:

شكل رقم (2-22) يبين التسهيلات الائتمانية حسب القطاعات الاقتصادية



المصدر: البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي، 2009.

المبحث الرابع

3.2.2. سوق عمّان المالي:

تعد بورصة عمّان من البورصات العربية المهمة في الوطن العربي. وذلك بفضل ما شهدته من تطور على المستوى التقني والتنظيمي والتي تمثل في فصل الرقابة عن التنفيذ مع العلم بأنها كانت تقوم بهذه الأدوار مجتمعة، فضلاً عن إدخال تكنولوجيا المعلومات واستخدامها الأمر الذي يعطي الأمل في أن تصبح في صف الأسواق العالمية والتفوق عليها الذي يساعد بدوره في عودة الأموال العربية المهاجرة، والمساهمة في تطور الاقتصاديات العربية على المستوى الوطني والقومي.

1.3.2.2 نشأة سوق عمّان وتطوره:

بدأ سوق عمّان المالي مع بداية العقد الرابع من القرن العشرين حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة، وتلاه شركة التبغ في عام 1931، ومن ثم شركة الكهرباء الأردنية في عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية في عام 1951، وقد كان التداول على الأسهم في غرفة خاصة صغيرة الأمر الذي حدا بالحكومة إلى التفكير في إنشاء سوق نظامية للأوراق المالية وبالتعاون مع مؤسسات دولية معروفة حيث قام البنك المركزي بإجراء دراسات عدة تؤكد مدى الحاجة إليه، حيث دعت إليه معظم الخطط الاقتصادية المتعاقبة مشيرة إلى دوره الكبير في التنمية وتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني. وقد كانت الحويلة النهائية لتلك الجهود تأسيس سوق عمّان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976، وبناء عليه انتقلت شخصيته الاعتبارية المستقلة مالياً وإدارياً، إضافة إلى لجنة الإدارة التي باشرت أعمالها بتاريخ 1977/03/16 بعضوية القطاع الخاص وممثلين عن الحكومة وباشراً السوق أعماله فعلياً في بداية 1978 واضعاً نصب عينيه الأهداف الآتية:

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني.

- الرقابة وتنظيم حركة التداول للأوراق المالية بما يضمن مصلحة الوطن والمواطن³⁴.

ونتيجة للعولمة والتقدم الكبير الذي حدث في العالم على صعيد ثورة الاتصالات والمعلومات وانهايار الحواجز بين دول العالم إضافة لالتزام الكثير من الدول بتطبيق المعايير العالمية في مختلف المجالات أدت إلى بروز تحديات كبيرة أمام دول العالم ولاسيما النامية منها لإعادة تقييم أوضاعها وترتيبها ضمن هذه المعطيات والظروف الجديدة، الأمر الذي أدى في أغلب هذه الدول إلى تطبيق برامج مكثفة لإعادة هيكلة اقتصادياتها وإجراء إصلاحات تشريعية، وقد أدرك الأردن منذ البداية حجم تحديات هذه المرحلة وبدأ باتخاذ خطوات مهمة كان من أشهرها إصدار الكثير من التشريعات الاقتصادية وتنفيذ الكثير من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد وبمؤسسات الوطن. وقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية والخطوات التي تم اتخاذها إصدار قانون الأوراق المالية الذي يهدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق رأس المال الوطني لنقله لمستويات متطورة ضمن أحدث المعايير العالمية وأرقاها في هذا المجال حيث تم ترجمة هذا التوجه بإصدار هذا القانون الذي استهدف إعادة هيكلة سوق رأس المال الوطني بحسب المعايير العالمية والعمل على زيادة مستوى الشفافية والإفصاح وتوفير الخدمات المالية والضرورية ورفع مستوى ما هو قائم منها وذلك تعزيزاً لمبدأ حماية المستثمر وتوفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

³⁴ قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم (16) لسنة 1995 وتعديلاته.

2.3.2.2 التشريعات والقوانين التي تحتكم إليها بورصة عمان:

أولاً: قانون تشجيع الاستثمار والأنظمة التابعة له:

يستهدف هذا القانون استقطاب رؤوس الأموال المحلية والخارجية بهدف حفز الاستثمارات الوطنية وتشجيعها، داخل الأردن ويتميز هذا القانون بالوضوح والمرونة والشمولية في إعطاء الإعفاءات وما تحتاجه من تسهيلات وتبسيط للإجراءات الإدارية ومعاملة المستثمرين والأجانب معاملة المستثمرين الأردنيين نفسها وضمن تحويل عوائد ورأس المال الأجنبي بالعملة الأجنبية مع عدم جواز تأمين أو مصادرة ملكية أي مشروع إلا للمصلحة العامة ويحتوي القانون (39) مادة يمكن إيجازها بالآتي³⁵:

- 1 - معاملة الاستثمارات العربية و الأجنبية معاملة الاستثمارات الأردنية نفسها.
- 2 - ضمان تحويل الفوائد والأرباح ورؤوس الأموال إلى الخارج بالعملة الأجنبية.
- 3 - إعفاء الأصول الثابتة والأرباح الصافية من الرسوم والضرائب.
- 4 - إعفاء الفوائد الدائنة والدخل السنوي الخاضع للضريبة (بما لا يقل عن 25 ألف دينار) من ضريبة الدخل و الخدمات الاجتماعية.
- 5 - يكون الحد الأدنى للاستثمار في أي مشروع هو (100) ألف دينار بشرط ألا يزيد عن (50%) في بعض القطاعات.

³⁵ قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم (16) لسنة 1995 وتعديلاته.

6 - عدم جواز نزع ملكية أي مشروع أو إخضاعه لأي إجراءات تؤدي إلى ذلك إلا لغايات المصلحة العامة وبشرط دفع التعويض العادل وبعملة قابلة للتحويل.

7 - يتم تسوية النزاع بين المستثمرين والمؤسسات الحكومية الأردنية ودياً وإذا لم تتم تسوية النزاع خلال مدة لا تزيد عن ستة أشهر يكون الحق لأي من الطرفين اللجوء إلى القضاء أو إحالة النزاع إلى المركز الدولي لتسوية نزاعات الاستثمار.

ثم صدر عن هذا القانون الأنظمة الآتية:

- نظام تشجيع استثمار غير الأردنيين رقم (1) لسنة (1996).

- نظام المناطق والقطاعات الاستثمارية رقم (2) لسنة (1996).

حيث تم استبداله بقانون الاستثمار رقم 2003/68 تاريخ 2003/06/16 على أن يستمر العمل بالأحكام الواردة فيه والمتعلقة بالقطاعات والحوافز والإعفاءات المنصوص عليها في قانون تشجيع الاستثمار رقم (16) لسنة (1995).

ثانياً: قانون الشركات والأنظمة التابعة له:

وتنطبق أحكام هذا القانون على الشركات والمؤسسات التي تمارس الأعمال التجارية أو المواضيع التي تناولتها بنوده، وقد حدد المشروع قيمة السهم بدينار واحد شريطة ألا يقل رأس المال المصرح به عن (500) ألف دينار ورأس المال المكتتب به عن 100 ألف دينار أو (20%) من رأس المال المصرح به أيهما

أكثر³⁶. وإن السهم غير قابل للتجزئة أي عدم جواز اشتراك أكثر من شخص في السهم الواحد مهما كانت الظروف، أما قيمة السهم تكون نقدية ويجوز أن تكون عينية على أن تحتفظ الشركة بسجل لأسماء المساهمين مع عدد الأسهم التي يمتلكونها، وإذا كانت هناك رغبة في إدراج أسهمها في السوق فينبغي اتباع القواعد و الإجراءات المعمول بها بموجب القوانين و الأنظمة الخاصة بالأوراق المالية.

هذا وينبغي على المؤسسين في الشركة المساهمة العامة بالقيام بالتغطية الكاملة لقيمة الأسهم المكتتب عليها على ألا تزيد عن (50%) من رأس المال المصرح به في البنوك والشركات المالية و(75%) من رأس المال المكتتب به في الشركات الأخرى. أما الأسهم المتبقية فتطرح للاكتتاب ولا يسمح للمؤسسين الاكتتاب فيها إلا بعد ثلاثة أيام من إغلاق الاكتتاب مع أنه يجوز تسجيل الشركة بعدد الأسهم التي تم الاكتتاب بها دون تغطية من المؤسسين لكن بشرط ألا يقل ذلك عن الحد الأدنى المسموح به.

أما بالنسبة لأسس الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة فقد منع القانون اشتراك أكثر من شخص في الطلب الواحد ويجوز أن تتم التغطية من خلال متعهد للتغطية، ويجوز زيادة رأس المال أو تخفيضه ويتم إدارة الشركة المساهمة العامة من قبل مجلس إدارة منتخب من الهيئة العامة، ولا يقل أعضاؤه عن ثلاثة ولا يزيد عن ثلاثة عشر شخصاً، وكل ذلك وفقاً للقوانين والأنظمة المرعية.

وكذلك فإن القانون عرف سندات القرض بأنها أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة، وتطرحها وفقاً لأحكام هذا القانون. وأي قانون آخر مختص للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار على أن يوافق مجلس الإدارة على

³⁶ قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته.

إصدارها بأغلبية ثلثي أعضاء المجلس. أما إذا كانت قابلة للتحويل إلى أسهم فينبغي الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية، وتكون هذه السندات قابلة للتداول في السوق المالي وتكون بقيم اسمية واحدة في الإصدار الواحد ويجوز أن تباع بقيمته الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم وفي كل الحالات يكون السداد في تاريخ الاستحقاق بقيمته الاسمية.

ثالثاً: قانون الضريبة والأنظمة التابعة له:

تتضمن قوانين وأنظمة ضريبة الدخل القانون رقم (57) سنة 1985 والقانون المعدل رقم (4) لسنة 1992 والقانون رقم (14) لسنة 1995 وفيما يلي النسب و المستويات الضريبية و الإعفاءات المنصوص عليها³⁷:

1 - يعفى من الضريبة نفقات العمل والاستهلاكات والإعفاءات الشخصية والعائلية والإعالة والدراسة الجامعية والتبرعات.

2 - تستوفي الضريبة على الدخل الخاضع لأي شخص عدا الشركات بفئات حدها الأدنى (5%) وحدها الأعلى (30%).

3 - تستوفي الضريبة على الشركات العاملة في قطاع التعدين والصناعة والفنادق و المستشفيات والنقل والمقاولات بنسبة (15%)، وفي قطاع البنوك وشركات التأمين والصرافة والوساطة المالية بنسبة (35%) بشرط ألا تقل بعد إجراء أي تقاصٍ عن نسبة (25%) أما الشركات العاملة في القطاعات الأخرى بنسبة (25%).

³⁷ قانون ضريبة الدخل الأردني رقم 57 لسنة 1985 وتعديلاته.

4 - يطبق القانون الأردني طريقة القسط الثابت في حساب الاهتلاكات السنوية والذي يساوي حاصل طرح قيمة الأصل عند الشراء من قيمة الخردة المقدرة مقسوماً على العمر الافتراضي للأصل.

5 - يعفى من ضريبة الدخل دخول السلطات المحلية والنقابات والجمعيات التعاونية والمستثمرة في الزراعة سواء أكانت نباتية أم حيوانية إضافة للأرباح الرأسمالية الناجمة عن الأراضي والعقارات والأسهم و السندات والقيمة الإيجارية للأبنية التي يشغلها مالكوها إن كانوا أشخاصاً طبيعيين.

رابعاً: قانون الدين العام والأنظمة التابعة له:

إن القطاع الخاص لا يمول المشاريع التنموية الخدمية التي لا يترتب عليها أيّ عوائد مجزية للمستثمرين وبالتالي فإن الدولة تضطر لتمويلها من خلال الاقتراض من الأفراد في الداخل ويطلق على مثل هذا الاقتراض الدين العام.

والدين عبارة عن الالتزامات المترتبة على الحكومة والتي تقترضها من الأشخاص ويعد هذا الدين ديناً ممتازاً على موجودات الحكومة يتوجب الوفاء بها من إيراداتها العامة وقت الاستحقاق للمقترضين سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أم معنويين، وقد تم إقرار القانون المؤقت للمرة الأولى تحت رقم (96) لسنة 1996 بهدف تلبية الاحتياجات التالية³⁸:

- التشجيع على الادخار و الاستثمار في الأوراق المالية.

- التحكم في عرض النقد والقضاء على التضخم.

³⁸ قانون الدين العام الأردني رقم (1) لسنة 1971 وتعديلاته.

- تغطية النقد الأردني بالأوراق المالية.

- تمويل عجز الموازنة وتمويل المشاريع الإنتاجية.

وقد اقر هذا القانون اعتماد الأساليب الآتية للاقتراض الحكومي:

- إصدار أذونات خزينة الدولة.

- إصدار سندات الدين العام لحاملها.

ويقوم بعمليات الإصدار وإدارة الدين العام نيابة عن الحكومة البنك المركزي الأردني حتى حلول القانون رقم

(1) لسنة 1971 محل هذا القانون حيث أورد العديد من التعديلات كان أهمها:

- إعفاء (50%) من الإرباح الناجمة عن الاستثمار في أذونات الخزينة من ضريبة الدخل.

- أن يكون الحد الأعلى لأذونات الخزينة (25%) من الواردات المحصلة في السنوات الثلاث الأخيرة

أو النقد المتداول أيهما أكثر، وقد تم تعديل هذا الحد عام 1973 ليصبح (32) مليون دينار على ألا

تزيد قيم الإصدارات سنوياً عن (8) مليون دينار.

خامساً: قانون سندات المقارضة والأنظمة التابعة له:

انبثق هذا النوع من السندات من قواعد الاقتصاد الإسلامي بناء على دراسة مستفيضة من قبل وزارة

الأوقاف، حيث أبدى البنك الإسلامي للتنمية اهتماماً كبيراً بها وعدّها من الأدوات التي يعتمد عليها لغايات

التمويل طويل المدى في الأردن لتنفيذ المشاريع التنموية.

تعني سندات المقارضة المضاربة وهي بديل إسلامي لسندات القرض أو الدين والتي تصدر على أسس فائدة ثابتة، وقد عرفها القانون بأنها الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأدوات التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح³⁹ على أن يحصل مالكو هذه السندات على نسبة من الأرباح ولا تنتج سندات المقارضة أي فوائد و لمالكها الحق في المطالبة بفائدة سنوية محددة، وللحكومة أن تضمن سندات المقارضة ولها أن تشجع أو تدعم أي جهة أو فريق يعمل باتجاه الخير والمصلحة العامة، وتكون هذه السندات متاحة للجميع بما فيها رعايا الدول الشقيقة والصديقة والبيع والإطفاء بعملة قابلة للتحويل وغير خاضعة لأرباحها لضريبة الدخل، وهي من الوسائل التي يعتمد عليها التمويل وفقاً لقواعد الاقتصاد الإسلامي.

3.3.2.2 تقسيمات سوق عمّان المالي:

ينقسم سوق عمّان المالي إلى سوقين رئيسيين:

أولاً- السوق الأولية:

السوق الأولية هو السوق المختص بالإصدارات الأولية والإصدارات الجديدة، ويكون الاكتتاب فيها من خلال الجهاز المصرفي الأردني، ويعتمد السوق الأولية في نشاطها على نشاط السوق الثانوية وذلك لأن السوق الثانوية توفر السيولة وتسمح ببيع الاستثمار والدخول في استثمار مالي جديد.

³⁹ قانون سندات المقارضة الأردني رقم (10) لسنة 1981 وتعديلاته.

جدول رقم (2-16) يبين قيمة إصدارات السوق الأولية

الفترة	الأسهم	أذونات وسندات خزينة	مؤسسات عامة	أسناد قرض	المجموع (مليون دينار)
2001	60.730	200	30	53.5	344.23
2002	35.84	100	30	140.045	305.887
2003	45.164	600	29	105.354	790.518
2004	207.066	300	30	222.407	759.474
2005	888.825	540	74	66.6	1563.425
2006	2408.835	800	43	70.75	3322.585
2007	885.77	1142	46	168.7	2242.97
2008	827.95	2981	128	141.75	4078.9
2009	317.321	4191	138	151.75	4798
2010	119.281	4641	268	93.768	5122

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.

ثانياً- السوق الثانوية:

وهي السوق التي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي سبق أن تم إصدارها في السوق الأولية وفقاً للأحكام والقوانين، ويعتمد نجاح السوق الأولي على مدى نجاح ومثانة السوق الثانوية وذلك لأن هذه السوق يوفر عنصر السيولة لمن يرغب من المستثمرين في السوق الأولية من بيع ما بحوزته من أوراق أو بالعكس. ويظهر الجدول (2-17) أحجام التداول في السوق الثانوية:

جدول رقم (2-17) يبين أحجام التداول في السوق الثانوية

الفترة	الأسهم	صناديق الاستثمار	السندات	التحويلات المستثناة من التداول	المجموع مليون دينار
2001	668.652	168	7.223	51.150	727.027
2002	950.272	15.158	9.688	282176	1242.153
2003	1855.176	-	11.376	54.752	1921.305
2004	3793.251	-	6.031	113.991	3913.273
2005	16871.051	-	3.135	939.475	17813.663
2006	14209.87	-	1868	835.905	15047.644
2007	12348.101	-	3.799	790.963	13142.865
2008	20318.014	-	0.605	619.812	20938.432
2009	9665.31	-	2529	218.010	9885.852
2010	6689	-	0.140	142.094	6832

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.

وينقسم بدوره إلى أربعة أقسام رئيسة هي السوق النظامية والسوق الموازية وسوق السندات وسوق عمليات التحويل خارج القاعة:

A. السوق النظامية (الأولى والثانية): يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة، استناداً لأحكام (قانون الشركات والأنظمة التابعة) لعام 1997. ويبين الجدول الآتي أحجام التداول في السوق النظامية (الأولى والثانية):

جدول رقم (2-18) يبين أحجام التداول في السوق النظامية

الفترة	القطاع المالي	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	المجموع مليون دينار
2001	323.691	88.584	256.377	668.652
2002	397.744	101.470	451.058	950.272
2003	832.182	203.120	819.872	1855.176
2004	2403.764	379.944	1009.541	3793.251
2005	13200.688	1195.920	2474.442	16871.051
2006	11570.201	942.189	1697.479	14209.870
2007	8779234	1657.992	1910.874	12348.101
2008	9638.936	5422.241	5256.835	20318.014
2009	6363.773	2030.846	1270.692	7665.312

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2009.

B. السوق الموازية (الثالثة): بدأ العمل به في 1982/2/20 واعتباراً من 2000/6/15 أصبح يطلق على السوق الموازية السوق الثالثة، وتفتح هذه السوق المجال أمام الشركات الجديدة التي ينقصها بعض الشروط لإدراجها في السوق النظامية. وتمتاز شروط هذه السوق بأنها أكثر مرونة، وأقل تشدداً من شروط الإدراج في السوق النظامي، كما تعطي درجة حماية للمستثمرين بتوفير عنصر السيولة في مرحلة ما قبل الإدراج في السوق النظامية.

C. سوق السندات: تتعامل هذا السوق بإسناد القرض وسندات التنمية وأذون الخزينة ويتراوح استحقاقها بين ثلاثة أشهر حتى عشر سنوات وتعدُّ سوق السندات في عمان سوقاً ضيقة نظراً لاعتماد الشركات على القروض المصرفية⁴⁰.

جدول رقم (2-19) يبين عدد السندات المتداولة وقيمتها

الفترة	عدد السندات المتداولة (سند)	نسبة التغير (%)	قيمة السندات المتداولة (دينار)	نسبة التغير (%)
2001	88959	55	7223214	0.2
2002	49354	-44.5	9688901	34.1
2003	72258	46.4	11376928	17.4
2004	10355	-85.7	6031856	-47
2005	3354	-67.6	3135705	-48
2006	1225	-63.5	1868010	40.4
2007	1580	29	3799874	103.4
2008	417	-73.6	605819	84.1
2009	761	82.5	2529800	317.6
2010	140	-81.6	140075	-94.5

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.

D. سوق عمليات التحويل خارج القاعة: ويقصد بها عمليات التحويل العائلية للأسهم والسندات التي تجري بين أفراد العائلة من الدرجة الأولى حتى الثالثة إضافة إلى التحويلات الأثرية والتحويلات خارج المملكة أو تحويلات الشركات المسجلة في السوق النظامية وتكون عمولات هذه التحويلات أقل من السوق النظامية. ويبين الجدول (2-20) حجم عمليات التحويل خارج القاعة:

⁴⁰ د. كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009.

جدول رقم (2-20) يبين حجم عمليات التحويل خارج القاعدة

الفترة	التحويلات الإرثية	التحويلات العائلية	التحويلات الأخرى	المجموع العام بالدينار
2001	31.216.658	8.340.351	11.594.081	51.150.990
2002	213.742.422	3.238.041	65.195.651	282.176.114
2003	31.399.974	8.961.751	14.390.635	54.752.360
2004	57.525.825	25.533.911	30.931.340	113.991.076
2005	66.8594.395	139.662.634	131.218.442	939.475.471
2006	237.471.399	151.518.697	439.915.359	835.905.455
2007	72.221.589	43.267.214	675.475.101	790.963.903
2008	89.240.224	47.383.502	481.416.119	618.039.845
2009	92.673.770	37.868.144	87.468.441	218.010.355
2010	37.029.252	17.311.643	87.724.772	142.065.667

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.

4.3.2.2 العمولات والرسوم في سوق عمان:

يحدد هذا النظام الرسوم والعمولات التي تتقاضاها البورصة مقابل إدراج وتداول الأوراق المالية إضافة للعمولات مقابل العمليات المستثناة من التداول داخل صالة التداول وأيضا رسوم الاشتراك للوسطاء ورسوم الانتساب، أما بالنسبة للعمولات التي تتقاضاها شركات الوساطة فقد تم إلغاء عملية الاحتساب على أساس الشرائح لأن وجود هذه الحدود أعطى الوسيط مرونة كافية لاحتساب العمولات التي يراها مناسبة، وتم تحديد العمولات كالاتي⁴¹:

- 1 - تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج الأوراق المالية المصدرة بواقع (0.0004) أربعة بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأوراق، على ألا يزيد المبلغ عن (3000) دينار.
- 2 - تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج أسناد القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية (0.0001) واحد بال عشرة آلاف على ألا يزيد عن (1000) دينار.

⁴¹ هيئة الأوراق المالية، النظام الداخلي لبورصة عمان، 1999.

3 - عمولة تداول أسناد القرض (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة السوقية لأسناد القرض من كل طرف من طرفي التعاقد.

4 - تستوفي البورصة عمولة لقاء تداول الأوراق المالية (0.0005) خمسة بال عشرة آلاف من كل طرف من طرفي التعاقد.

5 - تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقطوعاً عن كل إصدار مقابل إدراج أسناد القرض المصدرة من قبل الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة، أو البلديات مبلغ (250) ديناراً.

6 - رسم انتساب (200000) دينار ولمرة واحدة من الشركة التي تمنح رخصة للقيام بأعمال الوساطة.

7 - رسم اشتراك سنوي للعضو مبلغ (500) ديناراً.

5.3.2.2 أداء سوق عمان المالي:

أظهرت معظم مؤشرات بورصة عمان خلال 2010 تراجعاً في أدائها عن أدائها في العام 2009 نتيجة لتبعات الأزمة المالية العالمية، حيث انخفض حجم التداول خلال 2010 بنسبة (30.8%)، كما في الجدول (2-21). وسجلت تعاملات المستثمرين غير الأردنيين تدفقاً سالباً بمقدار (14.6) مليون دينار. ونورد فيما يلي أهم مؤشرات سوق عمان المالي⁴²:

- انخفاض حجم التداول بمقدار (30.8) مليون دينار مقارنة مع انخفاض (52.4%) خلال عام 2009 نتيجة لتبعات الأزمة المالية. حيث انخفض حجم التداول في كل القطاعات وبلغت قيمة الانخفاض في

⁴² التقرير السنوي، سوق عمان المالي، 2010.

القطاع المالي بمقدار 2189.7 مليون دينار (34.4%)، قطاع الصناعة بمقدار 499.5 مليون دينار (39.3)، والخدمات (286.1) مليون دينار (14.1%).

- انخفضت القيمة السوقية للأسهم في البورصة بنسبة (3%) مقابل انخفاض (11.3%) في نهاية 2009.

- ارتفاع في الأسهم المتداولة بنسبة (16.1%) مقابل ارتفاع (10.6%) في العام 2009 حيث استحوذ القطاع المالي على ما نسبته (67.9%) من الأسهم المتداولة عام 2010، ثم قطاع الخدمات (19.6%) ويليه قطاع الصناعة (12.5%).

- انخفاض عدد العقود المنفذة بنسبة (36.6%) في عام 2010.

- بلغت قيمة السندات المتداولة في عام 2010 ما مقداره (0.1) مليون دينار مقارنة مع (2.5) مليون دينار من السندات المتداولة عام 2009.

- بالنسبة لصافي تعاملات المستثمرين غير الأردنيين في بورصة عمان، فقد سجلت تدفقاً سالباً بلغ (14.6) مليون دينار. حيث بلغت قيمة الأسهم المشتراة من المستثمرين غير الأردنيين (1036.6) مليون دينار، أما المباعية من قبلهم (1051.2) مليون دينار. ويظهر الجدول (2-22) أهم المؤشرات المالية في سوق عمان المالي

جدول رقم (21-2) يبين حجم التداول في سوق عمان

الفترة	عدد الأسهم	نسبة التغير %	حجم التداول بالدينار	نسبة التغير %	عدد العقود	نسبة التغير
2000	228365333	15.8	334724633	14.1	133306	13.8
2001	340550460	49.1	668652674	99.8	295495	121.7
2002	461815018	35.6	950272995	42.1	448555	51.8
2003	1008564620	118.4	1855176028	95.2	786208	75.3
2004	1338703981	32.7	3793251050	104.5	1178163	49.9
2005	2581744423	92.9	16871051948	344.8	2392509	103.1
2006	4104285135	59	14209870592	15.8	3442558	43.9
2007	4479369609	9.1	12348101910	13.1	3457915	0.4
2008	5442267689	21.5	20318014547	64.5	3780934	9.3
2009	6022472360	10.7	9665312327	52.4	2964610	21.6
2010	6988858431	16	6689987155	30.8	1880219	36.6

جدول رقم (22-2) يبين أهم المؤشرات المالية في سوق عمان المالي

الفترة	القيمة السوقية إلى العائد	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية %	عائد السهم	معدل الدوران
2000	14.824	1.120	3.637	0.109	11592
2001	15.338	1.381	2.703	0.179	20.318
2002	12.968	1.226	3.205	0.151	26.552
2003	21.746	1.851	2.362	0.149	49.1
2004	31.108	2.677	1.735	0.233	58.193
2005	44.203	3.206	1.648	0.394	94.068
2006	16.747	2.917	2.321	0.209	101.135
2007	27.986	2.970	1.808	0.227	91.2
2008	18.820	2.177	2.526	0.226	91.546
2009	14.363	1.849	2.829	0.113	91.333
2010	26.345	1.667	2.725	غ.م	102.177

الفصل الثالث

التطور المالي والنمو الاقتصادي

استطلاع للأدب التطبيقي

1.3. مقدمة:

إن التساؤل عن طبيعة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي قد شغل بصورة كبيرة الاقتصاديين الذين كانوا يبحثون عن شرح الفروقات أو تفسيرها في معدلات النمو بين البلدان.

وقد استطاعت الدراسات التجريبية اكتشاف عوامل عدة قد تؤثر في هذه المعدلات بدرجات مختلفة، كتراكم رأس المال، والتعليم، وتطور النظام المالي، والتطور المؤسسي، وفعالية النظام القضائي، والتجارة الخارجية، وعوامل أخرى عرقية أو دينية أو جغرافية. وعلى ما يبدو بأن اللائحة مرشحة للازدياد دون نهاية كما يقول (Khan and Senhadji, 2000)⁴³. من بين هذه العوامل شغل تطور النظام المالي الحيز الأكبر من الاهتمام ولذلك نرى أن عددا كبيرا من الدراسات قد بينت وجود علاقة إيجابية بين تطور النظام المالي والتطور الاقتصادي. وبناء عليه تبدو البلدان التي تمتلك أنظمة مالية متطورة أكثر تقدماً من تلك الدول التي تعدّ أنظمتها المالية متخلفة أو أقل تطوراً.

إن طرح مسألة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو يدفع إلى التساؤل حول طبيعة هذه العلاقة؟ هل هي علاقة سببية، وإن كانت كذلك ما اتجاه تلك العلاقة؟ كيف يستطيع النظام المالي أن يؤثر في الاقتصاد؟ أو بعبارة أخرى ما الآليات التي تمكن النظام المالي من التأثير في النشاط الاقتصادي؟ كل تلك الأسئلة وأسئلة أخرى كانت موضع نقاش ودراسات كثيرة حاولت الإجابة عليها. لذلك سنحاول فيما يلي أن نستعرض كيف استطاعت الدراسات التطبيقية الإجابة على تلك الأسئلة، وإلى أي مدى وُفِّت في ذلك.

⁴³ Khan, M. S. and Senhadji, A. S. (2000), "Financial Development and Economic Growth: An Overview", IMF Working Paper n° 209.

إن استعراض تلك الدراسات يبين أن معظمها كانت تسير باتجاه متقارب في مصلحة وجود علاقة إيجابية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. إلا أن دراسات حديثة قد وضعت موضع الشك نتائج تلك الدراسات ولاسيما فيما يتعلق بطبيعة العلاقة والقنوات التي يستطيع النظام المالي أن ينتقل من خلال أثره في الاقتصاد صورة عامة.

بالطبع إن أهمية النظام المالي بالنسبة لعملية التطور الاقتصادي لا تأتي فقط من الخدمات التي يقدمها النظام المالي للاقتصاد، لكن أيضاً من أن هناك عوامل أخرى لا تؤثر في الاقتصاد في ظل غياب نظام مالي متطور إلى حد ما، إذ إن فعالية السياسات الاقتصادية تتعلق بدرجة تطور النظام المالي. فالانفتاح الاقتصادي مثلاً لا يعد سياسة جيدة وناجحة في ظل غياب أنظمة مالية متطورة نسبياً. كما أن إعادة توزيع الموارد بين القطاعات المختلفة بحسب أهميتها في كل اقتصاد يتطلب أيضاً توافر مستوى معين من التطور المالي وغياب مثل هذا النظام يعرقل التوزيع القطاعي للموارد وتخصيصها بصورة مثلى مما يتطلب من القطاعات المختلفة تمويل استثماراتها ذاتياً الأمر الذي قد يكون غير ممكن أحياناً، وفي أحياناً أخرى غير فعال. لذلك إن حشد كمية كافية من الموارد أو حتى جذب رؤوس الأموال الأجنبية يعد شروطاً أساسية لدفع النمو الاقتصادي، لكن طريقة تخصيصها لمختلف القطاعات أو المشاريع هي أيضاً مهمة للغاية.

في هذا السياق يبين (Rajan and Zingales, 1998)⁴⁴ أن تحفيز دخول رؤوس الأموال وتسهيلها غير ممكن في ظل غياب نظام مالي متطور.

⁴⁴ Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998), "Financial Independence and Growth", American Economic Review, vol. 88 (3):559-586.

بالرجوع إلى بدايات الدراسات التي تطرقت إلى دراسة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي وتحليلها نجد أن Goldsmith (1969) كان من أوائل الذين حاولوا البحث عما إذا كان للتمويل أثر إيجابي في النمو الاقتصادي. لذلك افترض أن حجم قطاع الوساطة المالية يرتبط ارتباطاً إيجابياً بنوعية الخدمات التي يقدمها هذا القطاع، ومن خلال معطيات متعلقة بـ (35) بلداً امتدت من عام 1860 وحتى 1963 ومستخدمات متغيرات عن أصول الوسطاء الماليين بين Goldsmith أن حجم هؤلاء الوسطاء الماليين يزداد مع النمو الاقتصادي. كما أنه شرح بيانياً وجود علاقة موجبة بين تطور النظام المالي ومستوى النشاط الاقتصادي (Levine, 2001)⁴⁵.

ولكن مع أن Goldsmith أظهر الدور الإيجابي لتطور النظام المالي على النمو الاقتصادي، إلا أنه وبصورة واضحة لم يشأ أن يخوض في طبيعة العلاقة، فذكر أن هذه العلاقة قد تكون علاقة سببية وقد لا تكون كذلك ولاسيما من البيان الإيضاحي الذي قدمه⁴⁶ (Levine, 2004).

أما فيما يتعلق بتركيبة النظام المالي فإن غياب المعطيات جعل تحليل Goldsmith قاصراً بعض الشيء بحيث إنه لم يتمكن من إعطاء إيضاح أكبر حول ذلك الموضوع.

إن الشهرة الكبيرة التي عرفتها أعمال (Goldsmith) يبرر بطريقة أو بأخرى غزارة الأعمال التي حاولت تقديم إيضاحات أكبر حول هذا الموضوع، وذلك إما باستخدام عينات أكبر أو استخدام متحولات أخرى أو طرق تقدير أخرى. ونظراً لأهمية هذه الدراسات في إعطاء فكرة واضحة عن طبيعة العلاقة بين تطور

⁴⁵ Levine, R. (2001), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Which is Better", Journal of Financial Intermediation, vol. 11 (4):398-428.

⁴⁶ Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", National Bureau of Economic Research, working Paper n° 10766.

النظام المالي والنمو الاقتصادي سوف نتطرق لهذه الأعمال بشيء من التفصيل من خلال تقسيم منهجي من حيث الطرق المستخدمة في التقدير أو القطاعات المختلفة التي عالجتها، وذلك نظراً للاختلافات التي قد تنشأ من استخدام طريقة تقدير أو طريقة معالجة مختلفة عن الأخرى.

2.3. عرض النماذج القياسية للدراسات السابقة:

1.2.3 الدراسات على مستوى البلدان Cross-Country Studies:

في الثمانينيات من القرن الماضي ظهرت دراسة كانت الأبرز في الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين التمويل والنمو وهي الدراسة التي قام بها King and Levine (1993). فقد قام هذان الباحثان بإجراء دراسة مفصلة على (77) بلداً خلال الفترة 1960-1989 تميزت دراستهم باستخدام مقاييس أو مؤشرات عدة لتطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، وفي الأخذ بعين الاعتبار العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر في النمو طويل الأجل. فيما يتعلق بالتطور المالي قام الباحثان باستخدام ثلاثة متغيرات الأول هو عبارة عن مقياس بسيط لحجم الوساطة المالية مثلاً نسبة الخصوم السائلة للنظام المالي إلى GDP. والمقياس التالي هو مقياس يهتم بطريقة تخصيص الائتمان من قبل المصرف المركزي والمصارف التجارية. ويقاس هذا المتغير بنسبة الائتمان المصرفي إلى مجموع الائتمان المصرفي وأصول المصرف المركزي. المقياس الأخير لنشاط الوسطاء الماليين هو نسبة الائتمان في القطاع الخاص إلى GDP. إضافة لاستخدامهما مقاييس عدة لتطور النظام المالي، قام الباحثان باستخدام عدة مقاييس للنمو الاقتصادي وهي معدل نمو الناتج القومي للشخص وتراكم رأس المال وكذلك إنتاجية عوامل الإنتاج.

يبين King and Levine (1993) وجود علاقة قوية بين كل من مؤشرات التطور المالي ومؤشرات النمو كما أوضح أن هذه النتيجة لا تتأثر بطريقة التقدير المستخدمة ولا بعدد المشاهدات ولا بالمتحولات الأخرى المستخدمة.

حديثاً قام كل من (Laporta et al (2002)⁴⁷ بدراسة العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي مستخدمين مؤشرات أخرى لتطور النظام المالي (درجة تملك المصارف). إذ إنّ المصارف الخاصة باعتقادهم أقدر على إدارة الأموال بفعالية من المصارف العامة، وقد أوضحت الدراسة على أن العلاقة عكسية بين تملك الدولة لقطاع المصارف والنمو الاقتصادي. بحيث إنه في الدول التي تكون المصارف مملوكة للدولة يكون القطاع المالي متخلفاً والنمو الاقتصادي ضعيفاً.

صحيح أن (King and Levine,2003) و (LLS,2002) قد رأوا أن تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي مرتبطان ارتباطاً إيجابياً إلا أنهما لم يتطرقا إلى مسألة كون العلاقة سببية أم لا. إذ أنّ مجرد وجود علاقة بين متغيرين لا يعني بالضرورة أن أحدهما يسبب الآخر أو يؤثر في الآخر بل يمكن أن يكون الاثنان معاً متأثرين بمتحول آخر.

كما أن استخدام ملكية المصارف كمؤشر للتطور المالي غير دقيق (غير موفق)، وأن السياسات التي قادت المصارف الحكومية في بعض البلدان الآسيوية كانت في الأساس النهضة والتصنيع الكبير الذي عرفته هذه البلدان في الربع الأخير من القرن الماضي. ففي كوريا الجنوبية مثلاً كان تدخل المصارف الحكومية في توصية القروض وتحديد أسعارها ضرورياً جداً لمساعدة الصناعات الناشئة التي شكلت فيما بعد أساس النهضة التي عرفتها هذه البلدان (Akyz,1994). بالطبع مثل هذه النتائج لا يمكن تعميمها لأن ذلك يتعلق بقدرة الحكومة على إدارة مثل هذه السياسات.

⁴⁷ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", The Journal of Finance, vol. 57 (3):1147-1170.

على غرار (King and Levine, 2003) قام (Berger et al, 2004)⁴⁸ بدراسة تأثير ملكية المصارف في التطور المالي نفسه وفي النمو الاقتصادي وباستخدام قاعدة بيانات مكونة من 7500 مصرف في 49 بلداً مستخدمين مؤشرات عدة أخرى يمكن أن يكون لها تأثير في النمو فأظهر (Berger et al, 2004) أن صحة البنوك تؤثر في النمو الاقتصادي ولكن عند التمييز بين البلدان التي تكون فيها المصارف عامة وخاصة أظهرت الدراسة أن العلاقة عكسية في البلدان ذات المصارف العامة وإيجابية في البلدان ذات المصارف الخاصة.

في دراسة أخرى قام (Levine and Zeros (1998 بإدخال مؤشرات نمو الأسواق المالية كمؤشر على تطور النظام المالي ومن خلال دراسة ارتكزت على (49) بلداً خلال الفترة 1976-1993 واستخدام مؤشرات عدة للتطور المالي والنمو الاقتصادي أظهر وجود علاقة قوية معنوية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. ومع أن هذه الدراسة كانت إلى حد ما أشمل من الدراسة السابقة من حيث استخدامها لمؤشرات نمو المصارف والأسواق إلا أنه وجه لها انتقادات من خلال الدراسة التي قام بها (Manning, 2004)، والتي يظهر فيها أن الدراسات السابقة صحيحة فقط في البلدان الآسيوية (النمور الآسيوية) لكن معظم الدراسات أكدت وجود علاقة إيجابية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي باستخدام طرق أخرى والتقدير كاستخدام طريقة IV و GMM من قبل كل من (Levine et al (2000).

⁴⁸ Berger, A. N., Hasan, I. and Klapper, L.F. (2004), "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: an International Analysis of Community Banking and Economic Performance", Journal of Financial Services Research, vol. 25:169-202, April.

وهناك دراسات أخرى شبيهة للدراسات التي قام بها Manning أثبتت أن العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي يتأثر بدرجة كبيرة بالبلد المدروسة أو المنطقة المدروسة. هذه الدراسات مثل (Sala-I-Martin, Doppelhofer and Miller, 2004) and (Sturm and Haan, 2005).

2.2.3 دراسات السلاسل الزمنية Time- Series:

معظم الدراسات القطاعية قدمت مبررات لمصلحة وجود علاقة إيجابية بين تطور الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي في البلدان المختلفة. وسواء كانت هذه الأنظمة معتمدة على البنوك أم على الأسواق المالية، قلة منها ما تطرق إلى السؤال المتعلق بالعلاقة السببية، إذ إنه في الحقيقة إن ارتباط متحولين لا يعني بالضرورة أو لا يكفي لافتراض وجود علاقة سببية بينهما (Demetriades and Hussein 1996)⁴⁹ إذ إن أي من المتحولين يسبب الآخر.

من بين الأعمال التي تطرقت إلى العلاقة السببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي كانت الدراسة التي قام بها (Arestis et al, 2001)⁵⁰. يستخدم هذان الباحثان مدخل التكامل المشترك لـ (Johansen 1988) على معطيات فصلية في خمس بلدان متطورة (ألمانيا- الولايات المتحدة-اليابان- المملكة المتحدة- فرنسا). وذلك من خلال العمل على محاولة الأخذ بعين الاعتبار أثر تقلبات الأسواق المالية والنظام المالي لهذه البلدان. باعتبار أن التقلبات الكبيرة للأسعار في الأسواق المالية يمكن أن تؤثر في قدرة هذه الأسواق على تخصيص الأموال للاستثمار بصورة فعالة. بحيث إن تغييراً كبيراً في سعر الفائدة (في ظل

⁴⁹ Demetriades, P. O. and Hussein, K. A. (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", Journal of Development Economics, vol. 51 (2):387-411.

⁵⁰ Arestis, P., Demetriades, P.O. Fattouh, B. and Luintel, K. P. (2001), "Financial Development and Economies Growth : The Role of Stock Markets", Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 33 (1):16-41.

ظروف عدم التأكد) يؤثر في حجم الاستثمار وإنتاجيته وبالتالي يخفض النمو. ومع أن هذا الرأي يبقى قيد النقاش باعتبار أن بعض الدراسات (Shiller (1989 تفيد بأن التقلبات البسيطة تكون مرغوبة إذ إنها تعكس ورود معلومات جديدة على السوق ولاسيما في السوق الكفاء.

وباستخدام مقاييس عدة لتطور النظام المالي منها: رأس مال السوق/ GDP وحجم التبادل والسوق والقروض الداخلية/ GDP. يستنتج (Arestis et al (2001 أن الأنظمة المالية التي تعتمد على البنوك أقدر على تحفيز النمو في المدى طويل الأجل من تلك التي تعتمد على الأسواق. ولاسيما أنها الأقدر على التعامل مع مشكلة الوكالة. هنا يظهر لدينا الأثر الإيجابي المعنوي في ألمانيا وفرنسا واليابان والمعدوم تقريباً في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة. وتظهر النتائج أيضاً أن اتجاه السببية هو عكسي في كل من بريطانيا والولايات المتحدة. وبينما تظهر النتائج أن تقلبات الأسواق لها آثار سلبية في هذين البلدين بينما تكون في هذه البلدان شبه معدومة كألمانيا. في السياق نفسه يقوم (Rousseau and Wachtel (1998 بتقييم العلاقة السابقة من خلال عينة تمتد من 1870 حتى 1929 بالنسبة لخمس بلدان متطورة باستخدام مقاييس عدة للتطور المالي ويظهروا أن العلاقة السببية هي من (النمو إلى التطور المالي). بينما في الاتجاه المعاكس (من التطور المالي إلى النمو) هي غائبة وذلك في المدى قصير الأجل وطويل الأجل.

تم الحصول على نتائج أخرى متماثلة من دراسات قام بها (Rousseau and Sylla 1999). إذ ركز الباحثون على دراسة العلاقة بين النمو والتطور المالي في البلدان المتقدمة. إلا أن هذه الدراسات تثبت أن هذه

العلاقة تختلف من بلد لآخر بحسب درجة تطوره لهذا السبب قام كل من Demetriades and Hussein⁵¹ بدراسة هذه العلاقة في البلدان في طريق النمو.

وعلى غرار Rousseau and Sylla قام Demetriades and Hussein بدراسة علاقة السببية بين هذين المتحولين ليجدوا أن العلاقة السببية هي باتجاهين وليست باتجاه واحد.

دراسة السببية كانت أيضاً محور اهتمام كل من (Christopoulos and Tsionas, 2004). حيث ركزا بصورة أساسية على البحث عن حل مشكلة التحيز في العينات الصغيرة التي يمكن أن تنشأ في التقديرات التي قام بها كل من Demetriades and Hussein (1996) و Luintel and Khan (1999) لذلك اقترحوا استخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة (Fully Modified OLS). التي تسمح بإيجاد تقديرات فعالة ومتسقة لمعاملات العلاقة المقدرة كما أنها تأخذ بعين الاعتبار وجود متحولات داخلية (Dor, 2004). وتبين نتائجهم أن وجود علاقة سببية في المدى طويل الأجل فقط. أما دراسة العلاقة الخطية فقد أثبتت الدراسة على أن العلاقة الخطية موجودة في (2) بلدين من أصل (10) عشر بلدان.

3.2.3 الدراسات على مستوى البلدان خلال فترة زمنية Panel Studies:

رأينا فيما سبق أن الدراسات التي تطرقت إلى العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي على مستوى البلدان سمحت باستكشاف طبيعة هذه العلاقة واختلافاتها من بلد لآخر كما أن دراسات السلاسل الزمنية سمحت كذلك بدراسة هذه العلاقة وتطورها خلال فترة زمنية معينة. لكن في الحقيقة يعدّ كلا النوعين إلى حد ما قاصراً بعض الشيء باعتباره يأخذ بعين الاعتبار البعد الزمني أو البعد الأفقي للعلاقة دون اعتبار البعد

⁵¹ Demetriades, P. O. and Hussein, K. A. (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", Journal of Development Economics, vol. 51 (2):387-411.

الآخر. من هنا تعدّ المعطيات ذات البعدين ذات أهمية خاصة من حيث إنها تمكن من الأخذ بعين الاعتبار تغيرات الظاهرة عبر الزمن وكذلك الفروقات التي قد تنشأ بين البلدان المختلفة (أفقياً).

من بين الدراسات الكثيرة التي اعتمدت هذا النوع من البيانات نجد الدراسة التي قام به (Beck et al, 2000)⁵² لدراسة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. حيث قاموا باستخدام معطيات تتعلق بـ 74 بلداً خلال الفترة (1961-1965) وباستخدام طريقة المربعات الأقل المعممة (Generalized Method of Moments)، تمّ تقدير العلاقة الآتية:

$$y_{it} = \alpha y_{it-1} + \beta' X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha (y_{it-1} - y_{it-2}) + \beta' (X_{it} - X_{it-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$$

$$\Rightarrow \Delta y_{it} = \alpha \Delta y_{it-1} + \beta' \Delta x_{it} + \Delta \varepsilon_{it}$$

أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين مؤشرات التطور المالي ومؤشرات النمو الاقتصادي سواء استخدمت الإنتاجية أم استخدم تراكم رأس المال كمؤشر للنمو الاقتصادي.

من جهته يعتبر⁵³ (Christopoulos and Tsionasb (2004 أن النتائج التي يعرضها Beck غير منطقية باعتبار أن المعادلة المقدرة تدل على الأثر قصير الأجل وليس طويل الأجل كما هو الحال كذلك في

⁵² Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000), "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, vol. 58:261-300

⁵³ Christopoulosa, D. K. and Tsionasb, E. G. (2004), "Financial Development and Economic Growth: Evidence From Panel Unit Root and Cointegration Tests", Journal of Development Economics, vol. 73 (1):55-74.

دراسات (Levine et al 2000)⁵⁴. لذلك قام Christopoulos باستخدام مدخل التكامل المشترك في المعطيات ذات البعدين باعتبار أن هذه الطريقة تسمح بإيجاد تقديرات للعلاقة طويلة وقصيرة الأجل. كما أنها تتغلب على مشكلة كون بعض المتحولات محددة من داخل النموذج (Endogenous)، كما يسمح هذا المدخل (وهو الأهم) باختبار وجود علاقة هيكلية بين مؤشرات التطور المالي والنمو لأنه في حال عدم وجود هكذا علاقة يمكن أن يكون الديناميك في المدى القصير الأجل مضللاً (Spurious).

لذلك قام Christopoulos and Tsionas^b ببناء النموذج التالي:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}F_{it} + \beta_{2i}S_{it} + \beta_{3i}\pi_{it} + \mu_{it}$$

π : معدل التضخم، S : نسبة الاستثمار، F : مؤشر التطور المالي.

ولكي يأخذوا بعين الاعتبار احتمال وجود علاقة عكسية قاموا بتقدير العلاقة:

$$F_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}y_{it} + \beta_{2i}S_{it} + \beta_{3i}\pi_{it} + \mu_{it}$$

تظهر نتائج الاختبارات وجود علاقة تكامل مشترك (علاقة طويلة الأجل) في معادلة الانحدار الأول بينما ترفض الاختبارات وجود مثل تلك العلاقة في معادلة الانحدار الثاني عندما نستخدم (F) كمتحول داخلي. وباستخدام طريقة FMOLS (Fully Modified Least Squares) المناسبة لمشكلة عدم استقرار السلاسل وكذلك مشكلة التزامن تظهر النتائج المرتكزة على النموذج ECM وجود علاقة ايجابية بين مؤشرات التطور

⁵⁴Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth, Causality and Causes", Journal of Monetary Economics, vol. 46:31-77.

المالي والنمو الاقتصادي، وهذه العلاقة هي علاقة سببية. هذا فيما يتعلق بالعلاقة طويلة الأجل أما فيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الأجل فإن الاختبارات ترفض وجود هكذا علاقة عموماً.

من جهة أخرى استخدم (Loayza and Ranciere (2005)⁵⁵ طريقة أخرى للتقدير، إذ إنَّ منهجيتهم تعتمد على تقدير نموذج ECM بالنسبة لمعطيات Panel باستخدام طريقة PMG (Pooled Mean Group) لـ (Pesaran (1999). تسمح طريقة ECM بالتمييز بين العلاقة أو الآثار قصيرة الأجل وطويلة الأجل إضافةً إلى ذلك إنَّ تقدير PMG لنموذج ECM يسمح بأن تكون معاملات العلاقة طويلة الأجل واحدة بالنسبة لجميع البلدان لكنه يسمح في الوقت نفسه لمعاملات العلاقة قصيرة الأجل بأن تكون متغيرة (سرعة التوفيق) بحسب البلد.

تقوم طريقة PMG على النحو الآتي في المرحلة الأولى من التقدير نقوم بتقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل بصورة متزامنة بالنسبة لجميع البلدان باستخدام طريقة الإمكانية العظمى (Maximum Likelihood) على العلاقة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}X_{it} + \mu_{it}$$

في المرحلة الثانية نقوم بتقدير المعاملات قصيرة الأجل إضافةً إلى (سرعة التوفيق) باستخدام العلاقة الآتية:

⁵⁵ Loayza, N. and Ranciere, R. (2005), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", IMF Working Papers n° 170.

$$\Delta y_{it} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_{ij} \Delta y_{it-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij} \Delta X_{it-j} + \varphi_i [y_{it-1} - (\beta_{0i} + \beta_{1i} X_{it-1})] + \varepsilon_{it}$$

حيث: φ : سرعة التوفيق

تظهر النتائج على أنه في المدى طويل الأجل يرتبط التطور المالي ارتباطاً إيجابياً بالنمو الاقتصادي. وهذا الأثر الإيجابي كبير (نسبة الإقراض إلى القطاع الخاص GDP) إذ إنَّ زيادة 1% من الائتمان الخاص يقود إلى زيادة الناتج القومي بمقدار 0.7%. لكن في المدى القصير الأجل فإن العلاقة سلبية، وذلك بسبب عدم الاستقرار المالي في المدى قصير الأجل. وهي النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Beck et al 2000) وبالتالي فإن أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي هو أثر مركب من أثرين: أثر إيجابي في المدى طويل الأجل وسلب في المدى قصير الأجل. لذلك نرى في البلدان المستقرة مالياً أن أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي هو أثر إيجابي فيما يكون سلبياً في البلدان الهشة مالياً والمعرضة للأزمات والتقلبات المالية.

4.2.3 دراسات الحالة Case Studies:

إن التناقض في النتائج التي قدمتها الدراسات السابقة من وجود أو عدم وجود علاقة في المدى القصير أو طويل الأجل بين مؤشرات تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي دفع بعضهم إلى إدخال بعد آخر في تحليل العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي وهو دراسة الحالة. مثل هذه الدراسات لا تهتم فقط بوجود أو عدم وجود علاقة بين النظام المالي والنشاط الاقتصادي أو بين مقاييس تطور الأنظمة المالية ومقاييس النمو الاقتصادي فقط لكن تهتم أيضاً للقناة أو الطريقة التي تمكن كل من المتغيرين السابقين من

التأثير في الآخر. بعبارة أخرى إن استخدام دراسات الحالة يمكن من الوقوف على الآليات التي تمكن النظام المالي من التأثير في النشاط الاقتصادي وتسمح للنشاط الاقتصادي بدفع عملية تطور النظام المالي.

من بين هذه الدراسات يمكن أن نلاحظ الدراسة التي قام بها كل من (Guiso et al (2002)⁵⁶ والتي حاول فيها دراسة هذه العلاقة في إيطاليا. لذلك قام بإجراء دراسة على عينة مكونة من (8000) أسرة و(30000) منشأة (غير مالية) في مناطق مختلفة من إيطاليا ليرى فيما إذا كان اختلاف التطور المالي ينعكس على تطور النشاط الاقتصادي فيها. استخدم (Guiso et al) مؤشرات عدة لتطور النظام المالي كبنية سوق الائتمان (عدد أفراد البنوك في المنطقة) ومعدل أو نسبة المصارف المحلية إلى المصارف الدولية وعدد مصارف الائتمان وعدد المصارف التعاونية.

تظهر الدراسة على أن اختلاف مستويات تطور الأنظمة المالية في كل منطقة يقوم بدور رئيس في التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي بحيث إنه في المناطق التي تحتوي عدداً أكبر من المصارف نجد أن هناك احتمالاً أكبر لكي يحصل الفرد على فرص لإنشاء مشروع كما أن المنافسة الصناعية في تلك المناطق هي أكبر من المنافسة في المناطق الأخرى مع ملاحظة أن تلك المناطق تحتوي عدداً أكبر من المنشآت أي أن وجود المصارف قد أثر بصورة ايجابية سواء على حجم المنشآت القائمة أم على عددها كما تظن النتائج أن في المنشآت الكبيرة كان ذلك التأثير ضئيلاً.

⁵⁶ Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2002), "Does Local Financial Development Matter", National Bureau of Economic Research Working Paper n° 8923.

من جهة أخرى حاول (Cull and Xu, 2005)⁵⁷ تقييم العلاقة بين التمويل والنمو في الصين من خلال دراسة عينة مكونة من 2400 منشأة خاصة وعامة خلال الفترة 2000-2002 في (18) مدينة صينية تمثل (5) مناطق رئيسية. تظهر الدراسات على المنشآت الخاصة أنها أقدر على القيام باستثمارات أكبر من المنشآت العامة كما أن أرباح هذه الاستثمارات أكبر من المنشآت العامة وأنها تتناسب طردياً مع سهولة الحصول على تمويل المصارف في تلك المناطق. ولكن تأثير هذا التمويل كان أكثر وضوحاً بالنسبة للمشاريع الصغيرة منه بالنسبة للمشاريع الكبيرة، باعتبار أن هذه الأخيرة تعتمد في تمويلها على الخارج أكثر منه في الداخل.

5.2.3 دراسات على مستوى القطاعات الإنتاجية المختلفة:

سلط جزء آخر من الأدب المتعلق بدراسة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي الضوء على هذه العلاقة من خلال دراستها على مستوى القطاعات الإنتاجية أو الصناعات المختلفة. مرة أخرى تثبت الدراسات على أن تطور القطاع المالي يؤثر في النشاط الاقتصادي وبالتالي في النمو من خلال تسهيله لعملية تمويل هذه المنشآت و الصناعات.

من أهم هذه الدراسات الدراسة التي قام بها كل من Rajan and Zingales (1998)⁵⁸ على عينة مكونة من 36 صناعة في 42 بلداً، وقد قام الباحثون بتقدير العلاقة الآتية:

⁵⁷ Cull, R. and Xu, L. (2005), "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms", Journal of Financial Economics, vol. 77 (1):117-146.

⁵⁸ Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998), "Financial Independence and Growth", American Economic Review, vol. 88 (3):559-586.

$$GRO_{ik} = C + \sum_{j=1}^J \beta_j COUNT_j + \sum_{l=1}^L \beta_l IND_l + \beta_3 PART_{ik} + \beta_4 (EXT_K * FD_i) + \varepsilon_{ik}$$

حيث GRO: تمثل معدل النمو السنوي لعدد المنشآت الصناعية في القطاع K.

COUNT: تمثل البلد المدروس.

IND: القطاع الصناعي.

PART: نسبة الصناعة K في القطاع الصناعي.

EXT: نسبة الإنفاق الرأسمالي غير الممول ذاتياً.

FD: التطور المالي.

تتبع أهمية هذه الدراسة من أنها كانت الأساس الذي استندت عليه كثير من الدراسات اللاحقة في هذا الخصوص.

يعمل هذان الباحثان على تأكيد إظهار أن الأسواق المالية أو المصارف المتطورة أقدر على تخفيض تكلفة التمويل الخارجي وبالتالي يقوم بدور رئيس في نمو تلك المشاريع وتكوين مشاريع جديدة أخرى. كما أن الصناعات ولاسيما ما يعتمد منها على التمويل الخارجي تجد سهولة في الوصول إلى التمويل اللازم لتطورها. من جهته قام كل من Beck et al (2005) بتطوير نموذج (Rajan and Zingales (1998 لكن بدل من أن يركزوا على التفاعل بين تطور النظام المالي والتمويل الخارجي للمنشأة ركز Beck على التفاعل أو العلاقة بين حجم المنشأة والتطور المالي حيث أظهر أن الصناعات المكونة من مشاريع صغيرة

الحجم تنمو نمواً سريعاً أسرع من البلدان التي تكون أنظمتها المالية متطورة منه في تلك البلدان التي تكون أنظمتها المالية أقل تطوراً.

دراسات أخرى في الاتجاه نفسه قام بها كل من Claessens and Leaven (2005) and Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998) and Love (2003) تظهر الدور الذي يقوم به النظام المالي المتطور في تسهيل عملية تمويل المشاريع والصناعات المختلفة.

3.3. طبيعة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي:

كما لاحظنا سابقاً أن معظم الدراسات المذكورة آنفاً قد درست العلاقة بين النظام المالي والنمو من خلال نماذج خطية. لكن لم يمنع ذلك باحثين آخرين من افتراض أن العلاقة هي علاقة غير خطية أمثال⁵⁹ Barthelemy and Varoudakis (1994,1995,1996,1998) هذان الباحثان وعلى غرار الدراسات التي قام بها كل من (Saint-paul,1992) (Zilibotti,1994) يعدّان أن التفاعل بين النظام المالي والنمو الاقتصادي يمكن أن يولد توازنات عدة ، اثنين من التوازنات هي توازنات مستقرة في المدى طويل الأجل. أحد هذين التوازنين المستقرين هو توازن يتميز بنمو اقتصادي كبير، وكذلك بنظام مالي متطور إلى حد ما. بينما يتميز التوازن الآخر بحالة اقتصادية ذات معدلات نمو منخفضة وأنظمة مالية متخلفة. بينما يقع التوازن الثاني بين هذين الاثنين ويترجم وجود حالة ما نسميه أثر الحد لتطور النظام المالي على النمو الاقتصادي. أي عندما يبلغ القطاع المالي مستوى من التطور يفوق هذا الحد يكون أثره في النمو الاقتصادي أثراً إيجابياً. بينما ينعكس أثره انعكاساً سلبياً على النمو الاقتصادي عندما يكون مستواه أقل من ذلك الحد ولذلك نلاحظ أنه في البلدان المتخلفة تكون العلاقة سلبية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي باعتبار أن التمويل في هذه البلدان هو تمويل غالباً يكون غير فعال كتمويل منشآت القطاع العام الخاسرة عموماً.

⁵⁹ Berthelemy, J. C. et Varoudakis, A. (1994), "Intermédiation Financière Croissance Endogène", Revue Economique, vol. 45 (3) :737-750.

Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1995), "Clubs de convergence et croissance. Le rôle du développement financier et du capital humain", Revue économique, vol. 46 (2) :217-235.

Berthelemy, J. C. et Varoudakis, A. (1996), "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development", Oxford Economic Papers, vol. 48 (2):300-328.

Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1998), "Développement financier, réformes financières et croissance : une approche en données de panel", Revue économique, vol. 49 (1) :195-206.

يظهر Berthelmy and Varoudakis من خلال دراسة عينة مكونة من (475) مشاهدة في (82) بلداً خلال الفترة 1960-1990 أن السياسات التدخلية التي تمارسها الحكومة في النظام المالي تقوم بدور سلبي على تطور ذلك النظام وعلى النمو الاقتصادي أيضاً لذلك نرى أثر النظام المالي في التطور الاقتصادي هو أثر سلبي ناتج عن تدخل الحكومة في تحديد السياسات المالية.

كما تظهر النتائج أنه حتى في البلدان التي تكون إلى حد ما متقدمة مالياً كان هناك أثر سلبي وهو ما يفسره الباحثان بأثر الحد لتطور النظام المالي في النمو الاقتصادي.

إن الدراسات التي قام بها (Berthelmy and Varoudakis, 1998) كما دراساتهم السابقة تعكس أهمية كبيرة من حيث إنها تشرح السبب في كون بعض البلدان كان لها في فترة معينة مستويات متقاربة من النمو المالي، ولكن فيما بعد تقدم بعضها اقتصادياً تقدماً كبيراً بينما كان نمو بعضها الآخر أبطأ بكثير.

لكن مع أن هذه النظرية تشرح بعض الحالات في التطور إلا أنها لا تعطي تفسيراً واضحاً لكون بعض البلدان التي كانت تتمتع بتطور مالي أكبر من الأخرى ولا سيما في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) لكن لم يتطور اقتصادها بصورة أفضل. دراسات حديثة أخرى تبين أن أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي يتأتى من عوامل أخرى كدراسة (Rioja and Valev, 2005) التي تظهر أن تأثير النظام المالي في النمو الاقتصادي يكون بتأثيره على تراكم رأس المال في البلدان الفقيرة بينما يكون تأثيره في الإنتاجية في البلدان الغنية. تبين هذه الدراسة المطبقة على 74 بلداً خلال الفترة 1961-1995 أن أثر النظام المالي في التطور الاقتصادي يختلف من بلد لآخر، ففي البلدان المتطورة مالياً يكون النظام المالي ذا

أثر إيجابي في النمو الاقتصادي، ويرى في البلدان الأقل تطوراً أن هذا الأثر يتراوح بين أثر سلبي أو معدوم أو إيجابي وذلك باختلاف مقاييس أو مؤشرات تطور النظام المالي.

يرى (Riojal and Valev) أن مرد ذلك يرجع إلى أن كل مؤشر يختلف عن الآخر في قدرته على عكس مستوى التطور المالي، فمثلاً حتى لو كان مستوى الإقراض يعكس مستوى التطور المالي، تكون سهولة الحصول على الإقراض - دون دراسة للقرض- ذات أثر سلبي في الاقتصاد في البلدان المتخلفة من حيث إن الكثير من هذا التمويل غير فعال. كما تؤدي عدم دراسة المشروع إلى إفلاس ذلك المشروع وبالتالي ترك أثر سلبي للتطور المالي في النمو الاقتصادي.

4.3. قوة الارتباط بين التطور المالي والنمو:

معظم الدراسات السابقة التي استعرضناها حتى الآن قد أكدت على وجود ارتباط طردي بين مقاييس تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. لكن في الآونة الأخيرة ظهرت بعض الدراسات التي تشكك في تلك العلاقة لا بل تشكك في وجودها أصلاً. من تلك الدراسات تلك التي قام بها كل من

Aghion, Hewitt and Mayer-Foulkes (2005)⁶⁰ حيث قاموا بتطوير نموذج نظري يدرس معدلات النمو في البلدان المختلفة وتوصلوا إلى نتيجة مفادها أن النظم المالية في تلك البلدان تؤثر في النمو ولكن تأثيرها هامشي، ومن خلال دراسة على عينة من 71 بلداً خلال الفترة 1960-1995 بين هؤلاء الباحثون أن مستوى التطور المالي قد يؤثر في سرعة وصول الاقتصاد إلى حالة التوازن، ولكنه لا يؤثر تأثيراً إيجابياً في معدل النمو نفسه.

انبثقت نتائج أخرى عن دراسة (Trablsi (2002)⁶¹ المبنية على دراسة البلدان في طريق النمو والتي تظن أن للنظام المصرفي أثراً إيجابياً في النشاط الاقتصادي. بينما هذا الأثر معدوم بالنسبة للأسواق المالية ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى غياب قطاع أعمال خاص في هذه البلدان قادر على تحويل الموارد المتاحة إلى مشاريع استثمارات مربحة.

⁶⁰ Aghion, P., Hewitt, P. et Mayer-Foulkes, D. (2005), "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, Quarterly Journal of Economics", vol. 120 (1):173-222.

⁶¹ Trablsi, M. (2002), "Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990", Université de Montreal, Departement de Sciences Economiques, Cahiers de Recherche n° 13.

نتائج أخرى مماثلة تم الحصول عليها من خلال الدراسة التي قام بها (Liu and Hsu 2006)⁶² والتي بينت أن الارتباط بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي قد يكون إيجابياً وقد يكون سلبياً. فعندما تكون الأنظمة المالية مستقرة قد يؤثر النظام المالي إيجاباً في الاقتصاد بينما يكون تأثيره سلبياً في حال وجود أزمات كما حدث في بعض البلدان الآسيوية في التسعينيات من القرن الماضي.

هذا الدور الأساسي للاستقرار المالي كان محور الدراسة التي قام بها كذلك (lee 2006)، والذي أكد دور هذا الاستقرار وإعادة هيكلة الأنظمة المالية في وجود أو عدم وجود علاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي.

مما سبق نجد أن معظم الدراسات التي استعرضناها سابقاً أكدت على وجود دور مهم للنظام المالي في دفع عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق معدلات نمو جيدة. تبدو هذا الأثر في قدرة النظام المالي بشقيه (النظام المصرفي والأسواق المالية) على رفع مستويات الادخار المخصص للاستثمار وعلى إيراد هذا الادخار وكذلك على قدرته على توظيف الأموال توظيفاً فعالاً.

بعض هذه الدراسات قد ركز أو أظهر وجود علاقة إيجابية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي (King and Levine 1993, Levine and Zircos 1998. Rajan and Zingales, 1998, Beck, Levine and Loayza 2000, Levine, Beck and Loayza 2000 and La Porta et al, 2001)

لكن هذه الدراسات لم تأخذ بعين الاعتبار خصائص السلاسل المستخدمة ولاسيما استقرارها وتكاملها. إذ أنه من غير الواضح إن كانت العلاقات المقدرة تمثل علاقات توازن في المدى الطويل الأجل كما

⁶² Liu, W. C. and Hsu, C. M. (2006), "The role of financial development in economic growth : The experiences of Taiwan, Korea, and Japan", Journal of Asian Economics, vol. 17 (14):667-690.

يمكن أن تكون هذه العلاقات مضللة في الأصل أو مزيفة. من ناحية أخرى يبدو أن العلاقة بين الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي تتعلق بالمؤشر المستخدم لقياس مستوى التطور المالي.

ومن الجدير بالذكر أنه لا يمكن اعتبار مجرد وجود معامل ارتباط جيد للعلاقة بين متحولين أنهما مرتبطتين ارتباطاً نسبياً أي إن أحدهما يسبب الآخر. فقد يكون هذان المتحولان مجرد مؤشرات للنمو وليست أسباباً فعلية. أضف إلى ذلك أن بعض الدراسات الحديثة وضعت موضع الشك وجود مثل تلك العلاقة كما لاحظنا في أعمال (Trabelsi, 2002 and Aghion et al . 2005).

إن تباين هذه النتائج لا بل تناقضها أحياناً يدفعنا إلى تعميق البحث عن طبيعة العلاقة التي تربط النظام المالي بالنمو الاقتصادي. إذ إن ارتباط النتائج السابقة بطرق التقدير المستخدمة أو بمقياس تطور الأنظمة المالية أو النموذج المعتمد يتطلب المزيد من البحث الذي تتصح به معظم الدراسات الحديثة وذلك بالقيام بدراسة عدد محدد أو صغير من البلدان من خلال دراسة سلسلة زمنية طويلة نسبياً كذلك من خلال القيام باستخدام المقاييس المثلثي التي تعبر عن مستوى التطور المالي داخل كل بلد على حدة إذ إن كل نظام يختلف في هيكلته عن النظام الآخر وبحيث تعكس هذه المقاييس بدقة درجة تطور النظام المالي في هذه البلدان. كذلك يجب العمل على التركيز على دراسة وجود أو غياب العلاقات السببية بين تطور النظام المالي وتطور النمو الاقتصادي وهو ما سنفعله.

خلاصة وملاحظات للفصل:

إن استعادة الدراسات السابقة ونتائجها تمكننا من تلخيص اتجاهات تحليل العلاقة بين تطور الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي كما تمكننا من ملاحظة جوانب النجاح التي عرفت تلك الدراسات وجوانب القصور فيها:

1 - بعض تلك الدراسات أظهرت وجود علاقة طردية بين مقاييس تطور النظام المالي للدول وتطور مستوى الأنشطة الاقتصادية فيها كدراسات (King and Levine, 1993, Levine and Zervos, 1998, Rajan and Zingales, 1998, Beck, Levine and Loayza, 2000, Levine, Beck and Loayza, 2000 and Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2001) لكن مثل هذه الدراسات لم تأخذ بعين الاعتبار خصائص المعطيات من حيث التكامل فيما بينها إذ إنه من الممكن ألا تمثل النماذج المستخدمة في هذه الدراسات العلاقة الحقيقية للمتحويلات بل يمكن أن تكون علاقة مضللة (خداعة) Spurious.

2 - إن احتمال وجود علاقة غير حقيقية بين المتحويلات يدفع إلى البحث عن دراسة العلاقة السببية بين النظام المالي والنشاط الاقتصادي لأن وجود علاقة بين متحولين لا يعني بالضرورة أن علاقتها ذات طبيعة سببية إذ أنه بالرغم من ارتباطهما قد يكون أحدهما مؤشراً فقط للآخر وليس سبباً جوهرياً له. أضف إلى ذلك إن وجود علاقة سببية يدفع إلى دراسة اتجاه العلاقة فقد تكون باتجاهين كما أشار Patrick (1966)⁶³ فكما هو محتمل أن يؤثر تطور النظام المالي في النشاط الاقتصادي، فإن تطور الأنشطة الاقتصادية يمكن أن يشكل حافزاً للنظام المالي ويدفعه إلى التطور.

⁶³ Patrick, H. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development Cultural Change, vol. 14:174-189.

3 - إن ما ذكر سابقاً لا يعني عدم وجود دراسات قامت بدراسة العلاقة السببية إذ إن هناك دراسات حديثة تطرقت إلى هذه العلاقة لكن نتائجها لم تكن حاسمة بل أن بعضها كان مناقضاً تماماً لبعضها الآخر فنرى مثلاً (Demetriades and Hussein (1996) and Calderon and Liu (2003) يؤكدون وجود علاقة سببية باتجاهين بينما يرفض آخرون أمثال Rousseau and Wachtel (1998), Beck, Levine and Loayza (2000), Xu (2000) and Christopoulos and Tsionas (2004) مثل هذا الادعاء ويقولون إن النظام المالي وحده يؤثر في النشاط الاقتصادي وليس العكس.

4 - فيما يتعلق بدراسات السلاسل الزمنية استخدموا منهج Engle and Granger في تحليل العلاقات واختبار وجود علاقات في المدى طويل الأجل ولكن في الحقيقة هذا المنهج لا يعطي نتائج دقيقة ولاسيما عندما تكون العينات صغيرة بعض الشيء كما يذكر Dor (2004).⁶⁴

5 - من أجل إزالة هذه العقبات قام بعض الباحثين (Christopolus and Tsionasb,2004)⁶⁵ باستخدام منهج Johansen. لكن الاختبارات التي يستخدمها Johansen قد تكون متحيزة بعض الشيء خاصة عندما تكون العينات غير كبيرة بشكل كاف إذ إن هذه الاختبارات تميل غالباً إلى قبول فرصة وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

6 - إن المعطيات الزمنية ولاسيما عدم وجود سلاسل طويلة بعض الشيء دفع الباحثين إلى دراسة عدد كبير من البلدان للتعويض عن قصر السلاسل الزمنية وبالتالي زيادة عدد المشاهدات لكن التحليل

⁶⁴ Dor, E. (2004), "Econométrie", Pearson Education France.

⁶⁵ Christopoulou, D. K. and Tsionas, E. G. (2004), "Financial Development and Economic Growth: Evidence From Panel Unit Root and Cointegration Tests", Journal of Development Economics, vol. 73 (1):55-74.

الدقيق للأنظمة المالية تظهر أن المتحول الواحد لا يمكن أن يقيس بالدقة بنفس درجة التطور المالي في بلدان مختلفة مما يؤثر في النتائج.

7 - إن بعض الدراسات الحديثة ترفض وجود علاقة بين تطور الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي في المدى طويلة الأجل لا بل إن بعضهم أظهر وجود علاقة سلبية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي.

8 - إن دراسة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي كانت تتركز غالباً على الدول الأوروبية و الشرق آسيوية نظراً لتطور أنظمتها المالية ولتوفر المعطيات اللازمة للدراسة، بينما نرى مثل هذه الدراسات قاصرة في بلدان الشرق الأوسط والتي تعدّ الأردن أحدها وذلك بسبب نقص المعلومات وتخلف الأنظمة المالية فيها غالباً. أضف إلى ذلك إن الإصلاحات الاقتصادية المالية لم تبدأ في هذه البلدان إلا حديثاً، ما يدفعنا لدراسة العلاقة في هذه البلدان.

9 - يدفعنا إلى دراسة العلاقة وجود قاعدة معطيات طويلة بعض الشيء وهي قاعدة معطيات صادرة عن صندوق النقد الدولي وبعض المؤسسات الوطنية. باستخدام منهج التكامل المشترك الذي يمكننا من دراسة وجود أو غياب علاقات طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، كما يمكن من اختبار وجود علاقات سببية. وكما يقول (Campbell and Perron, 1991) إن أفضل الدراسات هي التي تقوم على سلاسل زمنية طويلة وعلى عدد قليل من البلدان، وإنها أفضل من استخدام سلسلة قصيرة على عدد كبير من البلدان كما فعلت الدراسات السابقة.

لذلك سنبدأ بدراسة السلاسل وخاصيتها من حيث إنها مستقرة أم لا ودرجة تكاملها، إذ إن خصائص هذه السلاسل يقوم بدور كبير في خصائص المقدرات التي يمكن أن نحصل عليها (Dor, 2004). كما أن

معظم الدراسات تؤكد أنَّ معظم المعطيات الاقتصادية الكلية المالية هي سلاسل غير مستقرة. فيما بعد سنقوم بدراسة تكامل السلاسل لاختبار وجود علاقة طويلة الأجل باستخدام منهجي Engle and Granger ومنهج Johansen1991.

انطلاقاً من دراسة العلاقات طويلة الأجل سنقوم ببناء نموذج تصحيح الأخطاء ECM ونموذج VAR حيث يمكن النموذج الأول من دراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل. وفي حال كان هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات نستخدم نموذج VAR لدراسة العلاقة قصيرة الأجل عندما تكون السلاسل متكاملة فيما بينها ونقوم بعد ذلك بدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات. كذلك سنقوم بدراسة حساسية النتائج التي نحصل عليها باستخدام نماذج أخرى سوف نتعرض لها لاحقاً.

الفصل الرابع

النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن

"دراسة عملية"

مقدمة:

تطرق البحث سابقاً إلى الدراسات التي عالجت العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي واستعرض النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات، والتي لم تكن في الحقيقة نتائج واحدة أو متفق عليها، بل اختلفت باختلاف البلدان المدروسة والطرائق المستخدمة في دراسة هذه العلاقة. في هذا الفصل سوف نحاول تقييم العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن. حيث سيبدأ باستعراض البيانات المستخدمة ومصادرها ثم نقوم بعد ذلك بشرح المنهجية المستخدمة في الدراسة والطرق المستخدمة في تقدير هذه العلاقة. وأخيراً نقوم بإجراء بعض الاختبارات للتحقق من صحة النتائج التي حصلنا عليها واستعراض نتائج هذه الاختبارات.

1.4. مصادر المعطيات والمتغيرات المستخدمة:

كما رأينا سابقاً يعرف الأدب المتعلق بالنظام المالي وتطوره تطور النظام المالي (Financial Development) على أنه تحسن نوعية الخدمات وكميتها وفعاليتها التي يقدمها هذا النظام سواء كانت الخدمات التي يقدمها الوسطاء الماليون أم تلك التي تقدمها الأسواق المالية. وتعدّ الخدمات التي تقدمها الأسواق والمؤسسات المالية كثيرة ومتنوعة ومتفاوتة في جودتها وحجمها مما يفسر وجود مؤشرات متعددة لتطور النظام المالي، سواء بمؤسساته أم بأسواقه. وتختلف هذه المؤشرات بقدرة كل منها على عكس مستوى تطور النظام المالي بشكل جيد. لذلك عندما نهتم بدراسة تطور النظام المالي وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية الأخرى من الضروري الاهتمام بنوعية المتغيرات التي يمكن أن تعكس هذا التطور بصورة جيدة. ويدفعنا هذا لاختيار متغيرات عدة يفترض بأنها تعكس مستوى التطور المالي في الأردن أكثر من غيرها. بناء على ذلك سوف

يعتمد اختيارنا لمتغيرات البحث على المتغيرات التي اعتمدها كثير من الباحثين عندما تطرقوا إلى علاقة النظام المالي وتطوره بالمتغيرات الاقتصادية الأخرى. ومن هذه الدراسات نذكر

(Rioja and Valve2004) (loayza and Ranciere2006) (liu and hsu2006) (King and Levine,1993)(Levine and Beck and Loyza2000). أضيف إلى ذلك إن استخدام المتغيرات نفسها في كثير من الأدب المتعلق بهذا الموضوع يسمح عادة بإجراء مقارنات بين تلك الدراسات ونتائجها. كما أن هذه المتغيرات تعدّ متاحة في قواعد بيانات حديثة نسبياً وشاملة لمعظم المتغيرات التي يمكن استخدامها. ويقوم اختيارنا لمتغيرات البحث على اختيار نوعين من المتغيرات: يتعلق النوع الأول بمدى تطور النظام المصرفي أو ما يمكن أن نسميه الوسطاء الماليين ويتعلق النوع الثاني بمدى تطور الأسواق المالية. بالنسبة لمؤشرات تطور الوساطة المالية قمنا باختيار ثلاثة مؤشرات:

المؤشر الأول: وهو مقياس عام لتطور النظام المصرفي ونرمزه ASSET. ويقدم مقياس للحجم الكلي للقطاع المصرفي وهو يساوي نسبة الأصول المحلية الكلية للبنوك التجارية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي (GDP).

المؤشر الثاني : مقياس للحجم المطلق للنظام المالي وتطوره ونرمزه LIAB. ويساوي هذا المقياس الخصوم السائلة للنظام المالي (النقود وكذلك الودائع التي يمكن تحويلها خارج المصرف وكذلك شبه النقود متضمنة الودائع لأجل وودائع الادخار والودائع بالعملات الأجنبية لدى المصرف) ومقسوماً على GDP. يمتاز هذا المؤشر أنه متاح بصورة كبيرة للوسطاء الماليين. تميل هذه النسبة إلى الزيادة مع تطور النظام المالي وتعدد وسائل الادخار ومع زيادة السيولة لكنه ينحى فيما بعد للانخفاض مع تطور وتوفر وسائل

الادخار الأخرى غير المستندة إلى الودائع. وبسبب إتاحة هذا المؤشر في كثير من البلدان نرى أن الكثير من الدراسات قد استخدمته (King and Levine, 1993).

المؤشر الثالث: وهو مقياس لنشاط الوسطاء الماليين ونرمزه PRIVA ويساوي نسبة الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية للقطاع الخاص ومنسوباً على GDP. يعطي هذا المؤشر دليلاً على مدى تطور النظام المالي وأهمية الدور الذي يمكن أن يقوم به القطاع المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي باعتبار أن القطاع الخاص هو القطاع الأكثر فاعلية في قيادة عملية النمو الاقتصادي. وباعتبار أن هدف القطاع الخاص هو الربح يعتقد الاقتصاديون بأن هذا القطاع يسعى إلى توظيف الأموال المقترضة توظيفاً فعالاً. من هنا اعتبر هذا المتغير من المتغيرات التي تعكس بصورة جيدة تطور القطاع المصرفي.

المؤشر الرابع: يقيس المؤشر الرابع مدى تطور الأسواق المالية ويعبر عنه بحجم الأسواق المالية بالنسبة للنتاج المحلي (Market Capitalization to GDP): ونرمزه اختصاراً Capi، ويساوي نسبة الأسهم المحلية المتداولة في الأسواق المالية المحلية إلى الناتج المحلي. ويعدّ هذا المقياس من المقاييس العامة الذي يقيس تطور الأسواق المالية في بلد ما. إذ إنه يقيس مدى تطور النظام المالي باعتباره يعكس مدى لجوء المستثمرين إلى تمويل مشروعاتهم عن طريق الأسواق المالية.

المؤشر الخامس: هو مقياس لمدى فعالية الأسواق المالية ويساوي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي Value trade ونرمزه اختصاراً Valu، وهو يقيس قيمة مبادلات الأسهم بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل. ويعبر هذا المقياس عن نشاط الأسواق المالية. لذلك يستخدم هذا المقياس عادة لتقدير سيولة السوق لأنه يقيس حجم التبادل بالنسبة للنشاط الاقتصادي.

المؤشر السادس: ويساوي قيمة المبادلات للأسهم المحلية في الأسواق المالية كنسبة من قيمة الأسهم الكلية المحلية (Turnover) ونرمزه اختصاراً Turno. ويعدّ هذا المقياس من المؤشرات المهمة التي يستخدمها الاقتصاديون في قياس فعالية السوق المالي (Efficiency)، حتى لو كان هذا المقياس غير مباشر للفعالية. إذ أن هذا المقياس لا يقيس كلفة المبادلات ولكنه يقيس قيمة المبادلات بالنسبة لحجم السوق. ويستخدم عادة كمقياس لسيولة السوق أيضاً⁶⁶.

بالنسبة لقياس النمو الاقتصادي نستخدم المقياس المستخدم عادة وهو الناتج المحلي الحقيقي الفردي Gross Domestic Product per Capita. ونرمزه اختصاراً GDP. وبما أن النمو الاقتصادي لا يتحدد فقط بالمتغيرات المالية كان لا بد لنا من الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في هذا النمو. ولاختيار المتغيرات المناسبة تم الاستناد إلى الدراسات التي أجراها كل من Sala -I-Martin, Doppelhofer and Miller (2004) و Sturm and Haan (2005). في سبيل معرفة محددات النمو الاقتصادي قام هؤلاء الباحثون ببناء نماذج عدّة توضح النمو الاقتصادي باستخدام مجموعة كبيرة من المتغيرات وصلت إلى (68) متغير وتوصلوا إلى أن أهم المتغيرات التي تؤثر في الناتج المحلي هي المتغيرات الآتية: المستوى التعليمي، نسبة الإنفاق الحكومي، درجة الانفتاح الاقتصادي، معدل التضخم، حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة إضافة إلى عوامل أخرى تؤثر تأثيراً ضعيفاً كالعوامل الدينية والعرقية والجغرافية.... وغيرها.

⁶⁶ Financial Structure and Economic Growth, Asli Demirguc-KUNT and Ross Levine, Massachusetts Institute of Technology, 2001.

من متحولات التحكم هذه (Control Variables) سوف نستخدم كل من المتحولات الآتية:

المستوى التعليمي SCHOOL، والذي يقاس بمعدل النجاح في المستوى الثانوي، نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي CG، درجة الانفتاح التجاري OPEN مقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات على الناتج المحلي، معدل التضخم INFLA، حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة FLU، معدل سعر الصرف للدينار الأردني XRAT

تم استخدام قاعدة معطيات البنك الدولي (Wold Bank) وقاعدة معطيات صندوق النقد الدولي (International Monetary Fund)، وقاعدة معطيات جامعة بنسلفانيا (Pennsylvania Word Table). باعتبار أن قواعد المعطيات هذه تتيح مجموعة كبيرة من المؤشرات التي تعبر عن تطور النظام المالي ومؤشرات الاقتصاد الكلي لمجموعة من البلدان ولفترة زمنية طويلة كما أن هذه القواعد ولاسيما قواعد معطيات صندوق النقد الدولي هي الأكثر استخداماً في الدراسات.

2.4. الطرق القياسية المستخدمة:

عند دراسة العلاقات التي يمكن أن تربط المتغيرات الاقتصادية فيما بينها لا بد من التحقق من استقرار هذه المتغيرات باعتبار أن استقرارها أو عدم استقرارها يؤثر تأثيراً كبيراً في طبيعة العلاقة المستخدمة في التقدير. وفيما يلي شرح الطرق المستخدمة في تقدير العلاقات بين المتحولات بعد التحقق من استقرار هذه المتغيرات.

1.2.4. استقرار المتغيرات وجذور الوحدة:

تقوم المرحلة الأولى في التحليل على التساؤل عن خصائص المتغيرات المدروسة وتحديد درجة تكاملها. نظرياً كل متغير إما أن يكون مستقراً (Stationary) أو غير مستقر (Nonstationary). والمتحولات غير المستقرة إما أن تكون غير مستقرة من الدرجة الأولى أو الثانية، ونادراً ما يوجد متحولات غير مستقرة من الدرجة الثالثة أو أكثر. وتعرف درجة الاستقرار بأنها عدد المرات التي يجب أن يؤخذ فيها الفرق (Difference) للمتغير لكي يصبح مستقراً. عندما يكون المتحول مستقراً من الدرجة صفر نقول إنه متكامل (Integrated) من الدرجة صفر أو اختصاراً $I(0)$. وفي معظم الأحيان تكون درجة استقرار المتغير واضحة أي تكون غير مستقرة من الدرجة الأولى أو الثانية بصورة جلية، ولكن هناك حالات لا يكون من السهل فيها التمييز بين هاتين الحالتين أي أن تكون حالة المتغير هي حالة حدية أي بين $I(0)$ و $I(1)$ أو بين $I(1)$ و $I(2)$ مما يستدعي استخدام اختبارات عدة لكي نستطيع التمييز بصورة جيدة بين هذه المتغيرات.

يقترح الأدب المتعلق باختبارات الاستقرار اختبارات عدة أبرزها تلك المقترحة من قبل Fuller (1976) و (Dickey and Fuller 1979, 1981)، والتي تسمى اختصاراً باختبارات DF. وهي اختبارات سهلة التطبيق مما جعلها واسعة الاستخدام ولكنها قد تصبح غير جيدة ولاسيما عندما يكون حجم العينة صغيراً⁶⁷، لذلك سنستخدم اختبارات أخرى كاختبارات

(Augmented Dickey-Fuller, 1981) (ADF), Phillip and Perron 1988 (PP), واختبار

Kwiatkowski, Phillips, Shmidt, and Shin 1992 (KPSS)

⁶⁷ لمزيد من التفاصيل يمكن الاطلاع على Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières, Lardic and Mignon, Economica (2002).

اختبارات Augmented Dickey-Fuller:

يقوم اختبار ADF على تقدير كل من النماذج الآتية:

$$\Delta x_t = \phi x_{t-1} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t$$

النموذج الأول

$$\Delta x_t = \phi x_{t-1} + \lambda + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t$$

النموذج الثاني

$$\Delta x_t = \phi x_{t-1} + \lambda + \delta t + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t$$

النموذج الثالث

حيث إن: Δ يعبر عن الفرق الأول First Difference.

وفي هذه النماذج الثلاثة يقوم الاختبار على التحقق من استقرار المتغير x (اختبار معنوية المعامل ϕ)

مع وجود اتجاه زمني (δt) أو ثابت (λ) أو دونهما.

اختبارات (Philip Perron):

تقوم اختبارات PP على المبدأ نفسه، والتي تقوم عليه اختبارات ADF مع تعديل يؤخذ بعين الاعتبار

وجود عدم ثبات تباين الأخطاء في التقدير السابق⁶⁸.

⁶⁸ لمزيد من التفاصيل يمكن الاطلاع على Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières, Lardic and Mignon, Economica (2002).

اختبارات Kwiatkowski, Phillips, Shmidt, and Shin 1992

يختلف اختبار KPSS عن الاختبارين السابقين من حيث إنه يختبر فرضية العدم (استقرار السلسلة) مقابل الفرضية البديلة (وجود جذر وحدة) بالاعتماد على اختبار مضروب لاغرانج⁶⁹.

سنقوم في بداية الأمر باختبار استقرار متغيرات البحث بالمستوى (LEVEL). فإن وجد أنها غير مستقرة قمنا بدراسة استقرارها بالفرق الأول (Difference). ونبين فيما يلي نتائج الاختبارات الثلاثة المطبقة على هذه المتغيرات⁷⁰. حيث تنص فرضية العدم في كل من اختبائي ADF,PP على أنه للمتغير جذر وحدة (Unit Root) أما فرضية العدم في اختبار KPSS فهي أن المتغير مستقر (Stationary).

⁶⁹ المرجع السابق نفسه.

⁷⁰ الجداول بدءاً من الجدول (1-4) وحتى الجدول (45-4) هي من إعداد الطالب على برنامج E-Views.

جدول رقم (1-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير ASSET

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: ASSET has a unit root				Null Hypothesis: ASSET has a unit root				Null Hypothesis: ASSET is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		3.571	0.999	PP test statistic		3.16	0.999	KPSS test statistic		0.112
Critical values:	1%	-2.639		Critical values	1%	-2.6			1%	0.216
	5%	-1.951			5%	-2			5%	0.146
	10%	-1.610			10%	-1.6			10%	0.119
Null Hypothesis: D(ASSET) has a unit root				Null Hypothesis: D(ASSET) has a unit root				Null Hypothesis: D(ASSET) is stationary		
ADF test statistic		-4.280	0.002	PP test statistic		-4.2		KPSS test statistic		0.190
Critical values	1%	-3.661		Critical values:	1%	-3.7	0.002	critical values	1%	0.739
	5%	-2.960			5%	-3			5%	0.463
	10%	-2.619			10%	-2.6			10%	0.347

جدول رقم (2-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير LIAB

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: LIAB has a unit root				Null Hypothesis: LIAB has a unit root				Null Hypothesis: LIAB is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		-2.642	0.2659	PP test statistic		-1.554	0.493	KPSS test statistic		0.102
Critical values:	1%	-4.297		Critical values	1%	-3.654			1%	0.216
	5%	-3.568			5%	-2.957			5%	0.146
	10%	-3.218			10%	-2.617			10%	0.119
Null Hypothesis: D(LIAB) has a unit root				Null Hypothesis: D(LIAB) has a unit root				Null Hypothesis: D(LIAB) is stationary		
ADF test statistic		-4.207	0.000	PP test statistic		-4.164		KPSS test statistic		0.111
Critical values	1%	-2.642		Critical values:	1%	-2.642	0.000	critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.463
	10%	-1.61			10%	-1.61			10%	0.347

جدول رقم (3-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير PRIVA

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: PRIVA has a unit root				Null Hypothesis: PRIVA has a unit root				Null Hypothesis: PRIVA is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		3.326	0.999	PP test statistic		2.895	0.998	KPSS test statistic		0.105
Critical values:	1%	-2.639		Critical values	1%	-2.639			1%	0.216
	5%	-1.951			5%	-1.951			5%	0.146
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.119
Null Hypothesis: D(PRIVA) has a unit root				Null Hypothesis: D(PRIVA) has a unit root				Null Hypothesis: D(PRIVA) is stationary		
ADF test statistic		-4.282	0.002	PP test statistic		-4.226		KPSS test statistic		0.152
Critical values	1%	-3.661		Critical values:	1%	-3.661	0.002	critical values	1%	0.739
	5%	-2.960			5%	-2.960			5%	0.463
	10%	-2.619			10%	-2.619			10%	0.347

جدول رقم (4-4) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير CAPI

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: CAPI has a unit root				Null Hypothesis: CAPI has a unit root				Null Hypothesis: CAPI is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		-2.804	0.207	PP test statistic		0.512	0.820	KPSS test statistic		0.143
Critical values:	1%	-4.309		Critical values	1%	-2.644			1%	0.216
	5%	-3.574			5%	-1.952			5%	0.146
	10%	-3.221			10%	-1.61			10%	0.119
Null Hypothesis: D(CAPI) has a unit root				Null Hypothesis: D(CAPI) has a unit root				Null Hypothesis: D(CAPI) is stationary		
ADF test statistic		2.851-	0.006	PP test statistic		-2.765		KPSS test statistic		0.130
Critical values	1%	-2.647		Critical values:	1%	-2.647	0.007	critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.953			5%	0.463
	10%	-1.61			10%	-1.61			10%	0.347

جدول رقم (4-5) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير VALU

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: VALU has a unit root				Null Hypothesis: VALU has a unit root				Null Hypothesis: VALU is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		-1.350	0.160	PP test statistic		-1.403	0.146	KPSS test statistic		0.129
Critical values:	1%	-2.641		Critical values	1%	-2.641			1%	0.216
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.146
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.119
Null Hypothesis: D(VALU) has a unit root				Null Hypothesis: D(VALU) has a unit root				Null Hypothesis: D(VALU) is stationary		
ADF test statistic		-5.437	0.000	PP test statistic		-5.554		KPSS test statistic		0.114
Critical values	1%	-2.644		Critical values:	1%	-2.644	0.000	critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.463
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.347

جدول رقم (4-6) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير TURNO

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: VALU has a unit root				Null Hypothesis: VALU has a unit root				Null Hypothesis: VALU is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		-3.188	0.106	PP test statistic		-2.241	0.197	KPSS test statistic		0.081
Critical values:	1%	-4.297		Critical values	1%	-3.662			1%	0.216
	5%	-3.568			5%	-2.960			5%	0.146
	10%	-3.218			10%	-2.619			10%	0.119
Null Hypothesis: D(VALU) has a unit root				Null Hypothesis: D(VALU) has a unit root				Null Hypothesis: D(VALU) is stationary		
ADF test statistic		-4.712	0.000	PP test statistic		-4.866		KPSS test statistic		0.108
Critical values	1%	-2.644		Critical values:	1%	-2.644	0.000	critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.463
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.347

جدول رقم (4-7) يبين نتائج اختبارات (ADF-PP-KPSS) لاستقرار المتغير GDP

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: GDP has a unit root				Null Hypothesis: GDP has a unit root				Null Hypothesis: GDP is stationary		
		t-Statistic	Prob			t-Stat	Prob			LM-Stat.
ADF test statistic		-2.817	0.202	PP test statistic		-2.889	0.179	KPSS test statistic		0.109
Critical values:	1%	-4.273		Critical values	1%	-4.273		Critical values	1%	0.216
	5%	-3.558			5%	-3.558			5%	0.146
	10%	-3.212			10%	-3.212			10%	0.119
Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root				Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root				Null Hypothesis: D(GDP) is stationary		
ADF test statistic		-3.717	0.001	PP test statistic		-4.866		KPSS test statistic		0.221
Critical values	1%	-2.642		Critical values:	1%	-2.644	0.001	critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.463
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.347

تبين النتائج السابقة على أن جميع المتغيرات غير مستقرة بالمستوى (Level)، إنما هي متغيرات مستقرة بالفرق الأول (First Difference)، أو متكاملة من الدرجة الأولى. وذلك من خلال قيمة Prob بحيث إذا كانت قيمة Prob أكبر من (0.05) فإن المتغير غير مستقر.

بعض هذه المتغيرات كان مستقرًا بحسب واحد من الاختبارات الثلاثة وهو اختبار KPSS، وهذه المتغيرات هي (ASSET,LIAB,PRIVA,TURN0) بينما أظهر الاختباران الآخران أنها غير مستقرة، لذلك عدّناها غير مستقرة. أما بالنسبة للمتغيرات الأخرى وهي (VALU,CAP1,GDP) فقد أظهرت الاختبارات الثلاثة أنها غير مستقرة بالمستوى (Level) وبمستوى دلالة 10%.

2.2.4. العلاقة طويلة الأجل ونظرية التكامل المشترك Cointegration Theory:

كانت ملاحظة أن معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية والمتغيرات المالية هي متغيرات غير مستقرة نقطة الانطلاق في نظرية التكامل المشترك. فعندما نريد التحقق من وجود علاقة خطية بين مجموعة متغيرات وتقدير معاملات هذه العلاقة نفترض بأن هذه المتغيرات مستقرة. لكن المشكلة تبرز عندما تكون بعض هذه المتحولات أو جميعها غير مستقرة. فمن جهة أولى حتى لو كانت في الحقيقة لا توجد أي علاقة خطية بين متغيرين فإن تقدير العلاقة بطريقة المربعات الصغرى (OLS (Ordinary Least Squares يمكن أن يعطي في بعض الأحيان انطباعاً بوجود مثل هذه العلاقة عندما تكون قيمة معامل الارتباط كبيرة مع قيمة معنوية لاختبار ستودنت. تعرف هذه المشكلة بالانحدار المضلل (SPURIOUS REGRESSION) التي نوه إليها (Granger and Newbold (1974، والتي تم توضيحها من قبل (Phillips (1986. تنشأ هذه المشكلة عندما يكون كل من المتغيرين التابع والمستقل غير مستقرين من الدرجة الأولى. في هذه الحالة يظهر وكأن أحد المتغيرين يفسر الآخر مع أنه في الحقيقة لا توجد أي علاقة بينهما. من جهة أخرى إن عدم استقرار المتغيرات له أثر على الاستدلال الإحصائي الذي يصبح غير صحيح (Dor, 2004).

في الواقع وبحسب نظرية التكامل المشترك إن وجود علاقة حقيقية طويلة الأجل بين متغيرات غير مستقرة محكوم بشروط عدة تسمى التكامل المشترك (Cointegration) بين هذه المتغيرات. بمعنى آخر إذا كنا نريد التحقق من وجود علاقة حقيقية بين متغيرات عدة وإذا كانت هذه المتغيرات غير مستقرة يجب التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بينهما كشرط لوجود علاقة طويلة الأجل بين هذه المتغيرات.

في الحالة العامة كل تركيب خطي من متغيرات غير مستقرة هو متغير غير مستقر لكن في حال كان هناك علاقة تكامل مشترك بين هذه المتغيرات يكون هذا التركيب مستقراً. باختصار إن نظرية التكامل المشترك التي طورها (Granger,1981) تسمح بدراسة المتغيرات غير المستقرة التي تشكل فيما بينها تركيباً مستقراً. أضف إلى ذلك فإن هذه النظرية لا تسمح بدراسة العلاقة طويلة الأجل فقط بل دراسة العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات في آن معاً.

تظهر مراجعة الأدب المتعلق بنظرية التكامل المشترك وجود مدخلين رئيسين لاختبار وجود علاقات تكامل مشترك بين مجموعة من المتحولات. المدخل الأول هو المدخل المقترح من قبل Engle and Granger (1987). يقترح Engle and Granger بحسب هذا المدخل اختبارات عدة لفرضية التكامل المشترك مستنداً إلى بواقي تقدير العلاقة طويلة الأجل كاختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF Test) ; Augmented Unrestricted Vectorial Auto-Regression (UVAR Test) و اختبار Cointegration .Regression Durbin Watson (AUVAR Test) (CRDW Test).

لكن بالرغم من جودة معظم هذه الاختبارات يقترح Engle and Granger استخدام اختبارات ADF باعتبارها الأقوى بين الاختبارات السابقة ولها القيم الحرجة نفسها بينما تكون الاختبارات الأخرى حساسة للمعطيات المستخدمة (Iardic and Mignon, 2002).

تعتمد طريقة Engle and Granger في اختبار التكامل المشترك على اختبارات جذر الوحدة (Unit root) لـ Dickey-fuller الذي أشرنا إليه سابقاً. أي إننا نقوم بالتحقق من وجود جذر وحدة في بواقي تقدير العلاقة طويلة الأجل.

فلو فرضنا أنه لدينا شعاع من المتغيرات وليكن X_t حيث $X_t = \{X_{1t}, X_{2t}, \dots, X_{nt}\}$. لدراسة إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات هذا الشعاع نقوم بتقدير العلاقة الخطية بين هذه المتغيرات والاحتفاظ بشعاع البواقي $\hat{Z}_t$ حيث:

$$\hat{Z}_t = \hat{\beta} X_t$$

في هذه الحالة يعتمد اختبار ADF على تقدير العلاقة الآتية:

$$\Delta \hat{Z}_t = \phi \hat{Z}_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta \hat{Z}_{t-i} + u_t$$

وبالتالي نختبر فرضية عدم استقرار $\hat{Z}_t$ أي ($\phi=0$) التي تشير إلى عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين عناصر الشعاع X_t مقابل الفرضية البديلة بأن $\hat{Z}_t$ مستقر أي ($\phi < 0$)، والتي تشير إلى أن عناصر X_t متكاملة فيما بينها. بنتيجة هذا الاختبار يكون لدينا الحالتين الآتيتان:

لا توجد علاقة تكامل مشترك بين مركبات الشعاع X_t : في هذه الحالة يكون النموذج الأفضل الذي يمثل العلاقة بين هذه المتغيرات هو نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي Vectorial Auto-Regression بالفرق الأول.

يوجد علاقة تكامل مشترك بين مركبات الشعاع X_t : وفي هذه الحالة يكون النموذج الأفضل الذي يمثل العلاقة بين هذه المتغيرات هو نموذج تصحيح الأخطاء ECM (Error Correction Models).

المدخل الثاني المقترح لدراسة التكامل المشترك هو مدخل Johansen (1991). يقترح Johansen

تقنية مختلفة عن تقنية Engle and Granger تعتمد على تقدير الإمكانية العظمى وتستخدم اختبارين هما

اختبار الأثر (Trace Test)، واختبار القيمة المميزة العظمى (Maximum Eigen value Test). ولكن وبسبب بساطة تطبيق الطريقة الأولى وملاءمتها لدراستنا هذه، وقلة المشاكل التي يمكن أن تنشأ عنها سوف نقتصر في دراستنا هذه على طريقة Engle and Granger ونترك البحث في الطريقة الثانية لأبحاث قادمة.

لدراسة العلاقة بين تطور الناتج المحلي وتطور النظام المالي قمنا بتقدير العلاقة الآتية:

$$GDP_t = \alpha + \beta * FD_t$$

حيث تشير GDP_t إلى الناتج المحلي بينما تشير FD_t إلى تطور النظام المالي، والذي نستدل عليه من خلال المؤشرات التي أشرنا إليها سابقاً. وتبين الجداول الآتية التقديرات السابقة:

R-squared: تشير إلى معامل التحديد، Adjusted R-squared: معامل التحديد المعدل، F-statistic: قيمة مؤشر فيشر الإحصائية، Prob (F-statistic): معنوية النموذج، Coefficient: قيمة المعامل C، Std. Error: الخطأ المعياري، t-Statistic: مؤشر ستيودنت، Prob: معنوية المعامل.

جدول رقم (8-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير ASSET

$GDP_t = \alpha + \beta (ASSET_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.156	0.076	93.465	0.0000
ASSET	1.199	0.097	12.302	0
R-squared	0.829		F-statistic	151.347
Adjusted R-squared	0.824		Prob(F-statistic)	0.00

جدول رقم (9-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير LIAB

$GDP_t = \alpha + \beta (LIAB_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.969	0.173	40.280	0.0000
LIAB	1.073	0.166	6.434	0
R-squared	0.571		F-statistic	41.398
Adjusted R-squared	0.558		Prob(F-statistic)	0.00

جدول رقم (10-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير PRIVA

$GDP_t = \alpha + \beta (PRIVA_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.059	0.079	88.80	0.0000
PRIVA	1.621	0.124	13.03	0.0000
R-squared	0.845		F-statistic	169.882
Adjusted R-squared	0.840		Prob(F-statistic)	0.000000

جدول رقم (11-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير CAPI

$GDP_t = \alpha + \beta(CAPI_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.842	0.040	193.00	0.0000
CAPI	0.308	0.038	8.00	0.0000
R-squared	0.68		F-statistic	64.09
Adjusted R-squared	0.677		Prob(F-statistic)	0.00

جدول رقم (12-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير TURNO

$GDP_t = \alpha + \beta(TURNO_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.903	0.60	131.41	0.0000
TURNO	0.959	0.245	3.911	0.0005
R-squared	0.337		F-statistic	15.299
Adjusted R-squared	0.315		Prob(F-statistic)	0.000

جدول رقم (13-4) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين GDP والمتغير VALU

$GDP_t = \alpha + \beta(VALU_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.985	0.041	190.714	0.0000
VALU	0.374	0.081	4.587	0.000
R-squared	0.412		F-statistic	21.044
Adjusted R-squared	0.392		Prob(F-statistic)	0.000

جدول رقم (4-14) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير ASSET و GDP

$ASSET_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.82543	0.453851	-10.6322	0
GDP	0.692219	0.056267	12.30233	0
R-squared	0.829995		F-statistic	151.3474
Adjusted R-squared	0.824511		Prob(F-statistic)	0

جدول رقم (4-15) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير LIAB و GDP

$LIAB_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.27789	0.667977	-4.90719	0
GDP	0.532841	0.082814	6.434191	0
R-squared	0.571816		F-statistic	41.39881
Adjusted R-squared	0.558004		Prob(F-statistic)	0

جدول رقم (4-16) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير PRIVA و GDP

$PRIVA_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.58737	0.322846	-11.1117	0
GDP	0.52169	0.040026	13.03391	0
R-squared	0.845681		F-statistic	169.8827
Adjusted R-squared	0.840703		Prob(F-statistic)	0

جدول رقم (4-17) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير CAPI و GDP

$CAPI_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-17.2441	2.262403	-7.62204	0
GDP	2.233053	0.27892	8.006071	0
R-squared	0.688498		F-statistic	64.09718
Adjusted R-squared	0.677756		Prob(F-statistic)	0

جدول رقم (4-18) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير TURNO و GDP

$TURNO_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.65641	0.728244	-3.6477	0.001
GDP	0.352104	0.090018	3.911502	0.0005
R-squared	0.337746		F-statistic	15.29985
Adjusted R-squared	0.315671		Prob(F-statistic)	0.000487

جدول رقم (4-19) يبين تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير VALU و GDP

$VALU_t = \alpha + \beta(GDP_t) + \varepsilon_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.63583	1.942273	-4.44625	0.0001
GDP	1.101352	0.240083	4.587385	0.0001
R-squared	0.412273		F-statistic	21.0441
Adjusted R-squared	0.392682		Prob(F-statistic)	0.000074

يلاحظ من الجداول السابقة أن تطور القطاع المصرفي في الأردن يؤثر تأثيراً إيجابياً ومعنوياً في النمو الاقتصادي (من خلال قيمة Prob (f-statistic) حيث إنها أصغر من 0.05).

فجميع المتغيرات التي تعبر عن تطور النظام المالي ذات معاملات معنوية ومعاملات ارتباطها جيدة. وكذلك الأمر فيما يتعلق بمؤشرات تطور الأسواق المالية فتبدو هذه المؤشرات على ارتباط قوي وإيجابي مع الناتج المحلي حيث إن معاملات هذه المتغيرات تبدو معنوية في جميع المعادلات المقدرة. وبالتالي نستطيع القول بصورة عامة إن تطور النظام المالي بشقيه (الوسطاء الماليين والأسواق المالية) يشرح أو يفسر بنسبة كبيرة تغيرات الناتج المحلي وبالتالي التطور الاقتصادي.

للتحقق من العلاقات السابقة قمنا بدراسة فيما إذا كانت هذه العلاقات تعبر عن علاقة طويلة الأجل بين هذه المتغيرات لذلك قمنا بدراسة تكامل هذه المتغيرات فيما بينها بحسب مدخل Engle and Granger. وللقيام بذلك قمنا بالاحتفاظ ببواقي هذه التقديرات ومن ثم دراسة استقرار هذه البواقي لأنه كما ذكرنا سابقاً، إذ إنه وبحسب نظرية التكامل المشترك لـ Engle and Granger عندما تكون بواقي تقدير العلاقة الخطية مستقرة فإن التركيب الخطي الذي يعبر عن العلاقة مستقر أيضاً وترتبط المتغيرات التي تشكل هذا التركيب فيما بينها بعلاقة طويلة الأجل (علاقة تكامل مشترك). وفيما يلي نتائج اختبارات ADF, PP, KPSS لبواقي التقديرات السابقة:

جدول رقم (20-4) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP و المتغير ASSET

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: Z_{ASSET} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{ASSET} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{ASSET} is stationary		
		t-Statistic	Prob. *			t-Stat	Prob. *			LM-Stat.
ADF test statistic		-3.456	0.001	PP test statistic		-3.518	0.001	KPSS test statistic		0.134
Critical values:	1%	-2.639		Critical values	1%	-2.639		Critical values	1%	0.739
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.463
	10 %	-1.611			10 %	-1.611			10 %	0.347

جدول رقم (21-4) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP والمتغير LIAB

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: Z_{LIAB} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{LIAB} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{LIAB} is stationary		
		t-Statistic	Prob. *			t-Stat	Prob. *			LM-Stat.
ADF test statistic		-2.211	0.028	PP test statistic		-2.516	0.014	KPSS test statistic		0.091
Critical values:	1%	-2.639		Critical values	1%	-2.639		Critical values	1%	0.216
	5%	-1.952			5%	-1.952			5%	0.146
	10 %	-1.611			10 %	-1.611			10 %	0.119

جدول رقم (4-22) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لبواقي تقدير العلاقة بين GDP والمتغير PRIVA

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST				
Null Hypothesis: Z_{PRIVA} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{PRIVA} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{PRIVA} is stationary				
		t-Statistic	Prob.*			t-Stat	Prob.*			LM-Stat.		
ADF test statistic		-3.513	0.001	PP test statistic		-3.479	0.001	KPSS test statistic		0.093		
Critical values:	1%	-2.639			Critical values	1%		-2.639		Critical values	1%	0.739
	5%	-1.952				5%		-1.952			5%	0.463
	10%	-1.611			10%	-1.611			10%	0.347		

جدول رقم (4-23) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP والمتغير CAPI

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST			
Null Hypothesis: Z_{CAPI} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{CAPI} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{CAPI} is stationary			
		t-Statistic	Prob.*			t-Stat	Prob.*			LM-Stat.	
ADF test statistic		-3.658	0.001	PP test statistic		-3.771	0.001	KPSS test statistic		0.062	
Critical values:	1%	-2.647		Critical values	1%	-2.644		Critical values	1%	0.216	
	5%	-1.953			5%	-1.952			5%	0.146	
	10%	-1.610			10%	-1.610			10%	0.119	

جدول رقم (4-24) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP والمتغير VALU

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST				
Null Hypothesis: Z_{VALU} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{VALU} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{VALU} is stationary				
		t-Statistic	Prob.*			t-Stat	Prob.*			LM-Stat.		
ADF test statistic		-3.803	0.031	PP test statistic		-3.091	0.003	KPSS test statistic		0.077		
Critical values:	1%	-4.310			Critical values	1%		-2.642		Critical values	1%	0.216
	5%	-3.574				5%		-1.952			5%	0.146
	10%	-3.222			10%	-1.610			10%	0.119		

جدول رقم (25-4) يبين نتائج اختبارات (ADF,PP,KPSS) لاستقرار بواقي تقدير العلاقة بين GDP والمتغير TURNO

ADF-TEST				PP TEST				KPSS-TEST		
Null Hypothesis: Z_{TURNO} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{TURNO} has a unit root				Null Hypothesis: Z_{TURNO} is stationary		
		t-Statistic	Prob.*			t-Stat	Prob.*			LM-Stat.
ADF test statistic		-4.066	0.017	PP test statistic		-2.432	0.001	KPSS test statistic		0.073
Critical values:	1%	-4.297		Critical values	1%	-2.642		Critical values	1%	0.216
	5%	-3.568			5%	-1.952			5%	0.146
	10%	-3.218			10%	-1.610			10%	0.119

تشير نتائج الاختبارات السابقة إلى أن جميع العلاقات المقدرة السابقة هي علاقات حقيقية (من خلال قيمة Prob) وتعتبر عن وجود ارتباط طويل الأجل بين تطور النظام المالي بمكوناته النظام المصرفي والأسواق المالية والتطور الاقتصادي.

3.4. استقرار معاملات العلاقات الخطية المدروسة:

يقود تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرين للتساؤل عن مدى ثبات هذه العلاقة، وهل هي خطية فعلاً كما افترضنا أم أنها تميل لأن تأخذ شكلاً آخر وذلك نتيجة تأثير بعض العوامل أو المتغيرات التي تؤثر في شكل هذه العلاقة. فكما نعلم أن الأردن قد عمل على إصلاحات عدة شملت القطاع المالي والاقتصادي، وذلك يدعو للتساؤل فيما إذا كانت هذه الإصلاحات أثرت جوهرياً في طبيعة العلاقة بين النظام المالي والنشاط الاقتصادي. لذلك سوف نقوم باختبار فيما إذا كانت العلاقات المقدرة سابقاً ثابتة عبر الزمن أم لا وبتعبير آخر هل العلاقة خطية أم لا؟. هذا التساؤل مرده إلى بعض الدراسات التي أظهرت وجود علاقات غير خطية بين

تطور النظام المالي والتطور الاقتصادي وبخاصة تلك التي قام بها كل من Berthelemy and Varoudakis 1994,1998 و (Rioja and valev,2005).

لاختبار ثبات المعاملات في النماذج المقدرية السابقة سوف نستخدم طريقة المربعات الصغرى التراجعية RLS (Recursive Least Squares). تقوم هذه الطريقة على تقدير متتابع للعلاقة محل البحث باستخدام عينات متتابعة كل منها أكبر من السابقة، وتنتج بإضافة قياسات جديدة على القيمة الأصلية. فمثلاً إذا كان لدينا k معامل يراد تقديره فإننا نستخدم أول k مشاهدة من العينة لإيجاد تقدير للشعاع β ثم نضيف مشاهدة أخرى ونعيد تقدير β ونكرر هذه العملية لتشمل مشاهدات العينة جميعها. وفي كل مرة بعد تقدير β نستخدم هذا التقدير للتنبؤ بقيم المتحول التابع اللاحقة ويكون الخطأ الناتج عن هذا التقدير هو الباقي التتابعي.

$$\sigma^2 = \sigma_{\varepsilon}^2 (1 + x_t'(X_t'X_t)^{-1}x_t) \quad \text{وتباينه} \quad Y_t - X_t\beta_t \quad \text{هو المقدار}$$

ويكون الباقي التتابعي w_t معطى بالعلاقة:

$$w_t = \frac{(y_t - x_t\beta_0)}{1 + x_t'(x_t'x_t)^{-1}x_t)^{\frac{1}{2}}}$$

ويحسب هذا الباقي من أجل $t = k+1, \dots, t$

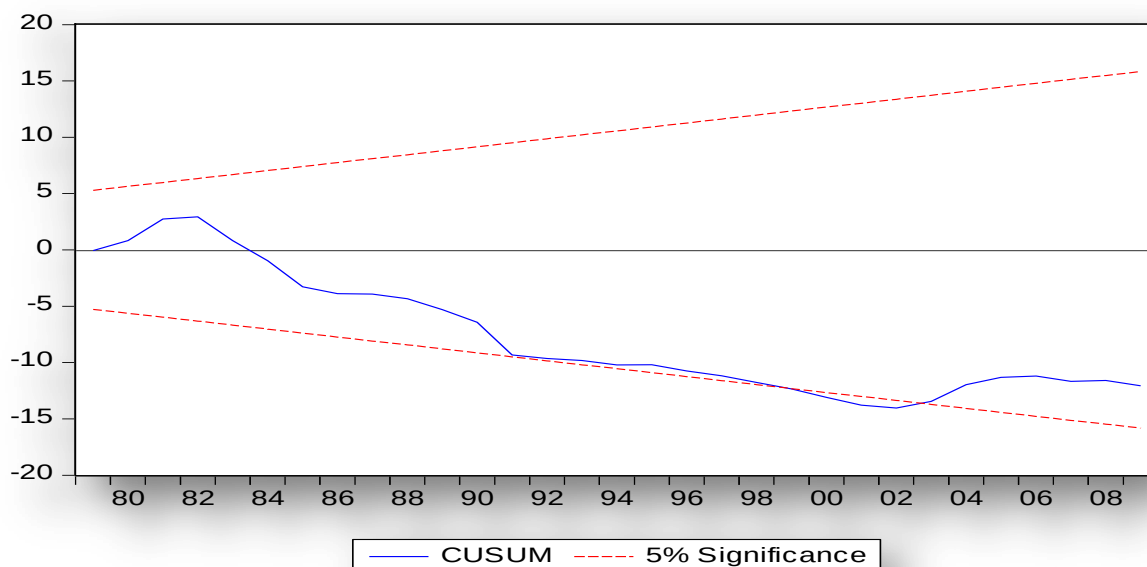
إذا كان النموذج المقدر صحيح فإن الباقي التتابعي w_t يكون ذا توزيع طبيعي بتوقع معدوم وتباين ثابت σ^2 . في حال وجدنا بأن هناك شكاً في وجود علاقة غير خطية سوف نقوم باستخدام اختبار آخر يبين فيما إذا كان هناك تغير في العلاقة في فترة زمنية ما. أو مايمكن أن نسميه انقطاع في العلاقة أو وجود تغير

هيكلي في العلاقة وهو اختبار نقطة الانقطاع — Chow (BREAKPOINT CHOW'S TEST). حيث يقوم هذا الاختبار على فصل العينة إلى عينتين حجم كل منها T_1, T_2 بعد تقدير النموذج وفق العينتين نقوم بحساب بواقي التقديرين السابقين e_1, e_2 وبواقي التقدير المبين على حجم العينة الكلي e ونحسب مؤشر الاختبار الآتي:

$$F = \frac{(T-2k)(e'e - e_1'e_1 - e_2'e_2)}{T_2(e_1'e_1 + e_2'e_2)} \sim F(k, T-2k)$$

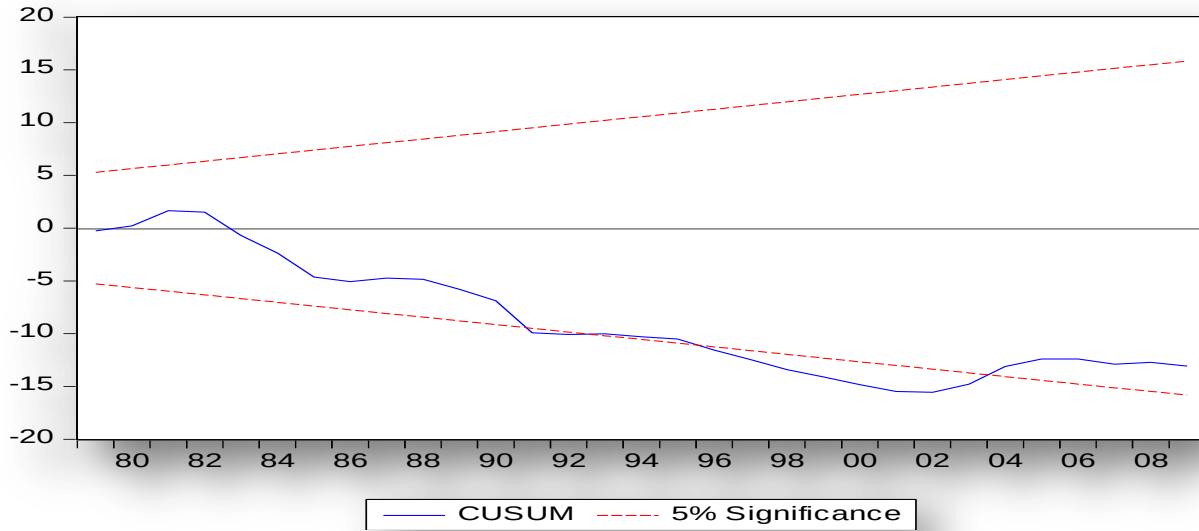
وتحت فرضية عدم يكون معاملا العلاقتين المقدرتين واحداً. وتبين الرسوم البيانية الآتية نتائج هذه الاختبارات.

شكل رقم (1-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير $ASSET^{71}$

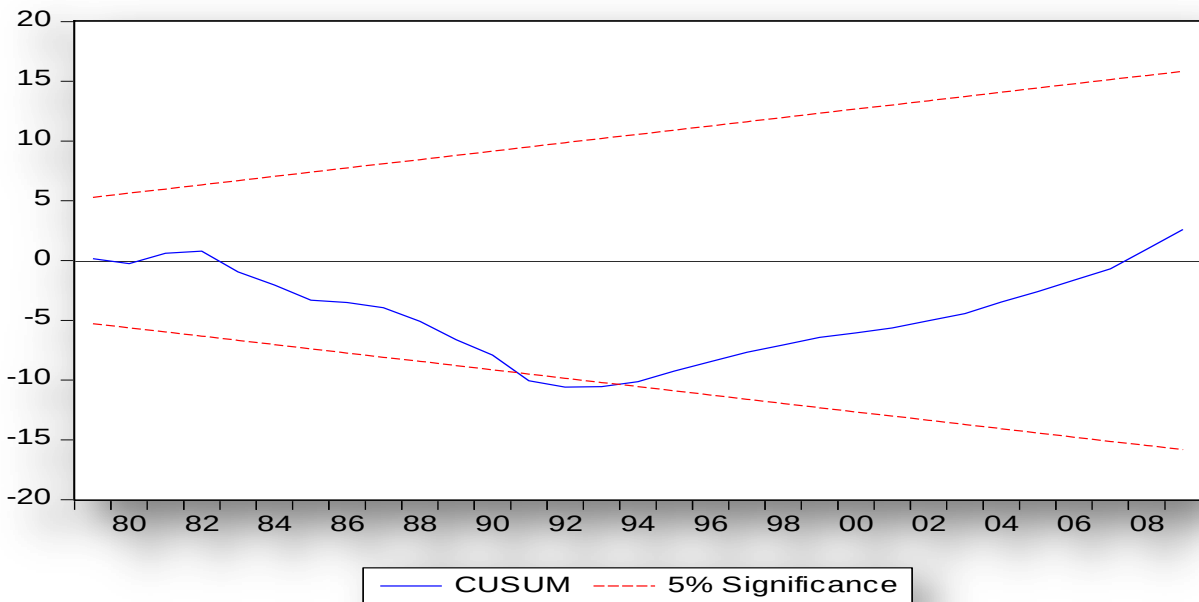


⁷¹ الأشكال من إعداد الطالب على برنامج E-views.

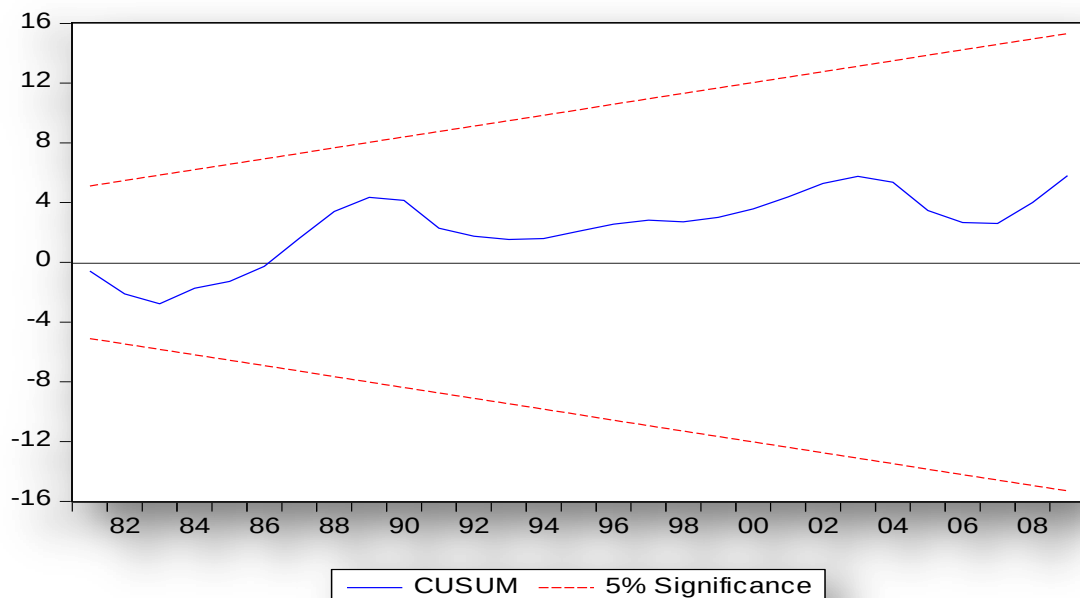
شكل رقم (2-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير PRIVA



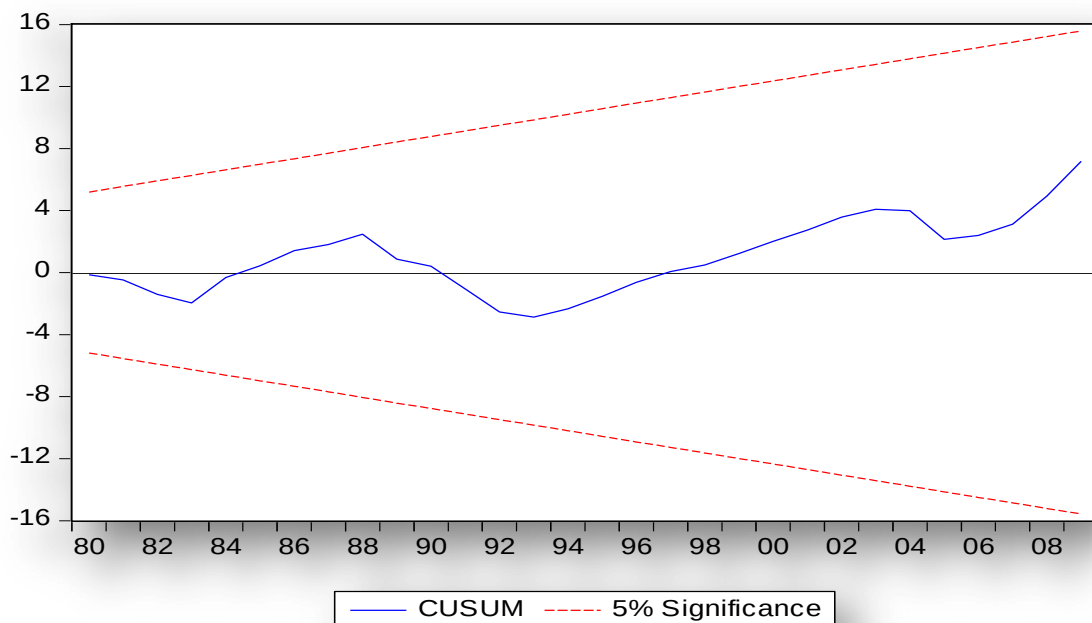
شكل رقم (3-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير LIAB



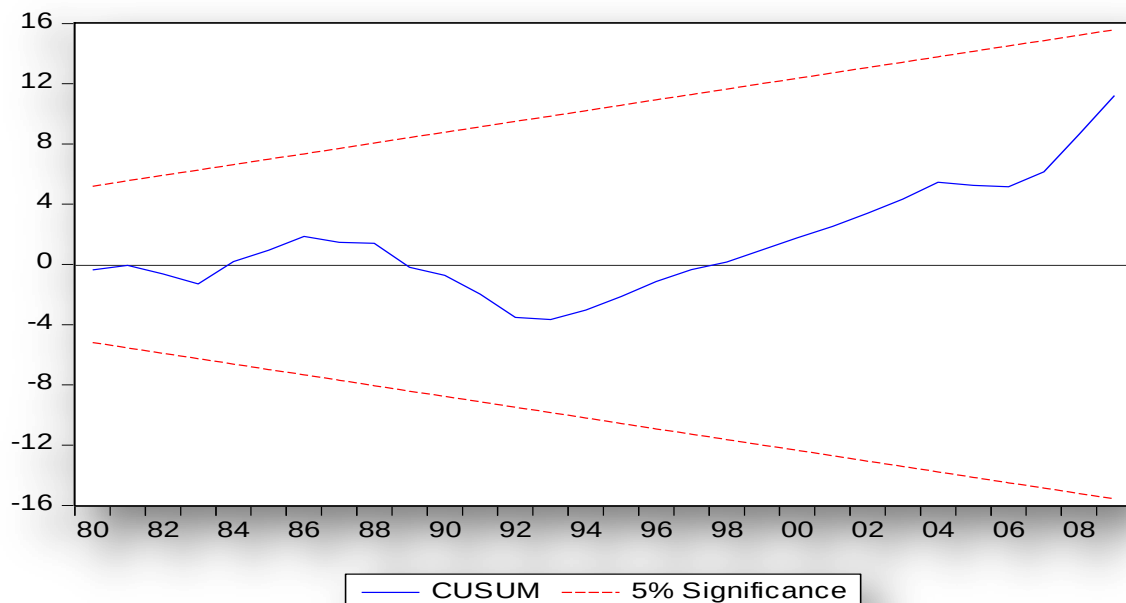
شكل رقم (4-4) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير CAPI



شكل رقم (4-5) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير VALU



شكل رقم (4-6) يبين اختبار مدى ثبات المعاملات للعلاقات المقدرة بالنسبة للمتغير TURNO



تبين الاختبارات السابقة أن معاملات العلاقات المقدرة السابقة ثابتة. مما يدل على صحة العلاقات السابقة وصحة التمثيل الخطي لها. في بعض التقديرات نلاحظ أن مؤشر الاختبار السابق يخرج عن حدي الثقة ولكن بشكل طفيف وللتأكد من عدم وجود انقطاع في العلاقة أي التأكد من ثبات المعاملات قمنا باستخدام اختبار نقطة الانقطاع (Breakpoint test) على الفترات التي يبدو فيها عدم ثبات المعاملات حيث يبين الجدول (4-26) والجدول (4-27) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (4-26) يبين اختبار CHOW عند خروج مؤشر المتغير ASEET عن حدي الثقة

Chow Breakpoint Test: 2000			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
F-statistic	0.080864	Prob. F(2,29)	0.9225
Log likelihood ratio	0.183523	Prob. Chi-Square(2)	0.9123
Wald Statistic	0.161727	Prob. Chi-Square(2)	0.9223

جدول رقم (4-27) يبين اختبار CHOW عند خروج مؤشر المتغير PRIVA عن حدي الثقة

Chow Breakpoint Test: 2001			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
F-statistic	0.398498	Prob. F(2,29)	0.6749
Log likelihood ratio	0.894687	Prob. Chi-Square(2)	0.6393
Wald Statistic	0.796995	Prob. Chi-Square(2)	0.6713

يلاحظ من الجدولين السابقين عدم وجود انقطاع في العلاقة وبالتالي ثبات المعاملات بالنسبة لجميع التقديرات السابقة مما يدل على صحة التقديرات للعلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي.

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن كما أظهرت نتائج الاختبارات السابقة يمكننا تقدير نموذج تصحيح الأخطاء.

4.4. نموذج تصحيح الأخطاء ECM Error Correction Models:

يعدّ نموذج ECM نموذجاً ديناميكياً يسمح بنمذجة التغيرات التي تقود إلى توازن طويل الأجل في العلاقات بين المتغيرات المدروسة، فهو يصف السلوك طويل وقصير الأجل لهذه المتغيرات. فلو كان لدينا متغيران X_1, X_2 غير مستقرين $I(1)$ نستطيع أن نكتب نموذج ECM على الشكل الآتي:

$$\Delta X_{1t} = \gamma_1 Z_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta X_{2t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta X_{2t} = \gamma_2 Z_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_{2i} \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta X_{2t-i} + \varepsilon_{2t}$$

حيث $Z_t = X_{1t} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}X_{2t}$ بواقي تقدير المربعات الصغرى للعلاقة بين X_1 و X_2 بينما يشير الحد $\gamma_1 Z_{t-1}$ إلى العلاقة طويلة الأجل ويمثل المعامل γ سرعة الوصول إلى التوازن طويل الأجل.

يقترح Engle and Granger تقدير هذا النموذج على مرحلتين:

في المرحلة الأولى يتم تقدير العلاقة طويلة الأجل وباستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS:

$$X_{1t} = \alpha + \beta X_{2t} + \varepsilon_t$$

وفي المرحلة الثانية يتم تقدير نموذج ECM باستخدام طريقة المربعات الصغرى أيضاً:

$$\Delta X_{1t} = \gamma_1 Z_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta X_{2t-i} + \varepsilon_{1t}$$

حيث Z_{t-1} كما ذكرنا هي البواقي المقدرة في العلاقة الأولى.

يبين Engle and Granger أنه إذا كانت التقديرات α و β قد قدرت تقديراً صحيحاً في العلاقة الأولى (إذا كان هناك فعلاً علاقة تكامل مشترك بين المتحولين) فإن تقدير المعاملات في النموذج ECM هو تقدير جيد (غير متحيز متقارب وفعال) كما أن الانحراف المعياري للمعاملات المقدرة هي تقديرات متقاربة للانحراف المعياري الحقيقي مما يسمح بتطبيق الاختبارات الإحصائية المعروفة كاختبار ستودنت واختبار فيشر.

5.4. السببية Causality في نموذج ECM:

بعد تقدير نموذج ECM يتم التساؤل عن حقيقة العلاقة بين المتغيرات هل هي علاقة سببية أم لا. إذ إننا نعلم أن الارتباط بين متحولين لا يعني بالضرورة أن أحدهما يؤثر في الآخر (يسبب الآخر) فقد يكون ارتباطهما وهمياً أو قد يكونان متأثرين بمتغير آخر يدفعهما بالاتجاه نفسه فنعتقد أن كلا منهما يتأثر بالآخر.

يعرف (Granger 1963,1969) السببية على الشكل الآتي نقول أن المتحول X يسبب (يؤثر) بالمتغير Y عندما يساعد المتغير X في التنبؤ بقيم المتغير Y أو بشكل آخر عندما تكون القيم الحالية للمتغير Y متأثرة بالقيم السابقة للمتحول X رياضياً يمكن أن نكتب ذلك على الشكل التالي:

$$E[Y_{t-1}|J_t] \neq E[Y_{t-1}|J'_t]$$

حيث J_t هو مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بالمتغير Y أو بمعنى آخر التي تفسر Y بينما J'_t هي المعلومات المتاحة مستثنياً المعلومات الحاضرة والسابقة المتعلقة بالمتحول X .

هذا يعني أن التنبؤ بـ Y_{t-1} هو أفضل عندما تكون المعلومات المتعلقة بـ X حاضرة في مجموعة المعلومات المتاحة.

في نموذج ECM السابق نقول إن X_2 لا تسبب X_1 إذا كانت كل من β, γ مختلفين عن الصفر بمعنى آخر في نموذج ECM تصبح معنوية المعاملات معادلة لاختبار السببية. ونميز هنا بين السببية في المدى الطويل الأجل (معنوية المعامل γ)، والسببية في المدى القصير الأجل (معنوية المعامل β). ونبين فيما يلي نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة لجميع متغيرات البحث:

جدول رقم (4-28) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير ASSET

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019028	0.018399	1.034195	0.3102
$Z_{ASSET-1}$	-0.46847	0.145517	-3.21935	0.0033
$D(ASSET_{t-1})$	0.198563	0.331847	0.598359	0.5546
$D(GDP_{t-1})$	0.473924	0.165933	2.856118	0.0082

جدول رقم (4-29) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير LIAB

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.023949	0.019929	1.201679	0.2399
Z_{LIAB-1}	-0.15744	0.108031	-1.45739	0.1565
$D(LIAB_{t-1})$	-0.03098	0.270162	-0.11467	0.9096
$D(GDP_{t-1})$	0.401416	0.189426	2.119122	0.0434

جدول رقم (4-30) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير PRIVA

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017966	0.018456	0.973454	0.339
$Z_{PRIVA-1}$	-0.48781	0.156803	-3.111	0.0044
$D(PRIVA_{t-1})$	0.216576	0.427982	0.50604	0.6169
$D(GDP_{t-1})$	0.509075	0.173613	2.932237	0.0068

جدول رقم (4-31) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير VALU

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.027223	0.017297	1.573844	0.1276
Z_{VALU-1}	-0.29856	0.112953	-2.64325	0.0137
$D(VALU_{t-1})$	-0.06165	0.058692	-1.05045	0.3032
$D(GDP_{t-1})$	0.290899	0.162471	1.790471	0.085

جدول رقم (4-32) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير TURNO

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024192	0.0182	1.329189	0.1953
$Z_{TURNO-1}$	-0.20964	0.111646	-1.87774	0.0717
$D(TURNO_{t-1})$	-0.1851	0.170058	-1.08842	0.2864
$D(GDP_{t-1})$	0.321484	0.175248	1.834451	0.0781

جدول رقم (4-33) يبين نتائج تقدير نموذج ECM بالنسبة للمتغير CAPI

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.02331	0.016736	1.392784	0.1759
Z_{CAPI-1}	-0.37139	0.158297	-2.34613	0.0272
$D(CAPI_{t-1})$	-0.05474	0.078386	-0.69831	0.4914
$D(GDP_{t-1})$	0.261282	0.165615	1.577647	0.1272

جدول رقم (4-34) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير ASSET والتابع GDP

Dependent Variable: D(ASSET)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018581	0.010068	1.845489	0.076
$Z_{ASSET-1}$	-0.1097	0.103186	-1.06312	0.2971
$Z_{ASSET-1}$	0.178357	0.183481	0.972075	0.3396
$D(GDP_{t-1})$	0.121861	0.092283	1.320518	0.1977

جدول رقم (4-35) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير LIAB والتابع GDP

Dependent Variable: D(LIAB)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012122	0.012531	0.967373	0.3426
Z_{LIAB-1}	-0.23651	0.086993	-2.71869	0.0117
$D(GDP_{t-1})$	-0.01544	0.121883	-0.12666	0.9002
$D(LIAB_{t-1})$	0.139217	0.166639	0.835438	0.4114
$D(LIAB_{t-2})$	0.295584	0.167806	1.761465	0.0904

جدول رقم (4-36) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير PRIVA والتابع GDP

Dependent Variable: D(PRIVA)				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013835	0.007532	1.836954	0.0772
$Z_{PRIVA-1}$	-0.14657	0.111111	-1.31911	0.1982
$D(GDP_{t-1})$	0.10038	0.07218	1.390697	0.1757
$D(PRIVA_{t-1})$	0.168427	0.175913	0.957445	0.3468

جدول رقم (37-4) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير CAPI والتابع GDP

Dependent Variable: D(CAPI)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002445	0.033726	0.0725	0.9428
Z_{CAPI-1}	-0.28092	0.101249	-2.77449	0.0103
$D(CAPI_{t-1})$	0.67277	0.164468	4.090589	0.0004
$D(GDP_{t-1})$	0.142015	0.32024	0.443464	0.6612
R-squared	0.4411		F-statistic	6.576915
Adjusted R-squared	0.374032		Prob(F-statistic)	0.00198

جدول رقم (38-4) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير TURNO والتابع GDP

Dependent Variable: D(TURNO)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.01362	0.019498	0.698563	0.491
$Z_{TURNO-1}$	-0.50096	0.160755	-3.11631	0.0044
$D(GDP_{t-1})$	-0.20489	0.185614	-1.10382	0.2798
$D(TURNO_{t-1})$	0.411916	0.186653	2.20685	0.0364

جدول رقم (39-4) يبين تقديرات ECM بالنسبة للمتغير VALU والتابع GDP

Dependent Variable: D(VALU)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006408	0.05579	0.114855	0.9094
Z_{VALU-1}	-0.44249	0.174969	-2.52898	0.0178
$D(GDP_{t-1})$	0.12606	0.520903	0.242002	0.8107
$D(VALU_{t-1})$	0.206442	0.199456	1.035026	0.3102

كما ذكر سابقاً تدل معنوية المعامل γ (أمثال بواقي التقدير Z_{t-1}) على وجود علاقة سببية طويلة

الأجل بين كل من التطور المالي والنمو الاقتصادي.

في النماذج المقدرة السابقة نلاحظ أن تطور النظام المالي عموماً يؤثر تأثيراً إيجابياً في النمو الاقتصادي، فخمسة من المتحولات المدروسة وهي (ASSET, LIAB, PRIVA, CAPI, VALU) ذات معاملات معنوية بمستوى دلالة 5% كما أن المؤشر الأخير وهو TURNO معنوي بمستوى دلالة 10%. أضف إلى ذلك أن جميع النماذج المقدرة هي نماذج جيدة لتمثيل العلاقة ويدل على ذلك قيمة اختبار فيشر في هذه التقديرات.

أما فيما يتعلق بالعلاقة في المدى القصير الأجل والتي تشير إليها معاملات المتغيرات بالفرق الأول $(D(ASSET_{t-1}), D(LIAB_{t-1}), D(PRIVA_{t-1}), D(CAPI_{t-1}), D(TURNO_{t-1}), D(VALU_{t-1}))$ فنلاحظ وبصورة جلية أنه في جميع التقديرات وبالنسبة لجميع المتغيرات المدروسة هذه العلاقة غائبة (جميع معاملات المتغيرات بالفرق الأول غير معنوية). وبالنسبة لتأثير النشاط الاقتصادي في تطور الوسطاء الماليين والأسواق المالية فنلاحظ أن أربعة من المتغيرات الست المستخدمة في التقدير وهي (LIAB, CAPI, VALU, TURNO) تشير إلى وجود تأثير في المدى طويل الأجل لتطور النظام المالي على النشاط الاقتصادي. أما فيما يتعلق بالمتغيرين (ASSET, PRIVA) فلا تشير النتائج إلى وجود مثل هذه العلاقة. أما بالنسبة للتأثير قصير الأجل فلا يبدو أن التطور المالي يقوم بدور مؤثر على النشاط الاقتصادي في المدى قصير الأجل.

يمكن تفسير هذه النتائج على أن نظرية (Patrick, 1966) (Demand Following) تبدو جلية بالنسبة للأسواق المالية مما يعني أن تطور القطاع الحقيقي يدفع باتجاه تطور الأسواق المالية أكثر من تطور القطاع المصرفي أو بمعنى آخر إن الطلب على التمويل يتجه باتجاه الأسواق المالية أكثر منه باتجاه الوسطاء الماليين. وفيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الأجل فيبدو كذلك أن تأثير تطور القطاع المالي في الأردن في النمو

الاقتصادي هو تأثير معدوم ويدل على ذلك عدم معنوية أي من معاملات الناتج المحلي بالفرق الأول والفرق الثاني في جميع التقديرات السابقة.

عموماً يمكننا القول إن كلاً من تطور النظام المالي بأسواقه أو وسطائه والتطور الاقتصادي يتأثر ويؤثر في الآخر في المدى طويل الأجل. وهو ما تدعمه كثير من الدراسات (Demetriades and Hussein,1996) و (Calderon and Liu,2003). أي إن كلاً من مفهوم (Supply Leading) و (Demand Following) ينطبقان على طبيعة العلاقة بين النظام المالي والنشاط الاقتصادي في المدى طويل الأجل فقط.

6.4. حساسية النموذج لمتغيرات التحكم:

نعلم جيداً أن النمو الاقتصادي لا يتعلق فقط بتطور النظام المالي بل هناك كثير من المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في هذا النمو أهمها المستوى التعليمي، وحجم الإنفاق الحكومي، ودرجة الانفتاح الاقتصادي، ومعدل التضخم، وحجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهذه التأثيرات تستند إلى دراسات أشرنا إليها سابقاً. كل ذلك يدفعنا إلى إعادة تقدير العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي بعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير مثل هذه المتغيرات.

لتقدير النموذج الأمثل متضمناً متغيرات التحكم قمنا باعتماد على طريقة الحذف التدريجي حيث قمنا بتقدير النموذج مع جميع المتغيرات ومن ثم قمنا بحذف المتغيرات التي تبدو غير معنوية في النموذج والجداول الآتية توضح هذه التقديرات:

جدول رقم (4-40) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير ASSET

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.14115	0.539901	-0.26144	0.7962
$Z_{ASSET-1}$	-0.66179	0.101315	-6.53199	0
$D(GDP_{t-1})$	0.273777	0.111598	2.45323	0.0225
$D(ASSET_{t-1})$	-0.34302	0.267844	-1.28067	0.2136
CG	-0.07325	0.014527	-5.04209	0
INFLA	0.009359	0.002882	3.247259	0.0037
FLU	0.010457	0.002352	4.444964	0.0002
XRAT	-1.28583	0.235625	-5.45709	0
SCHOOL	0.017067	0.007688	2.2198	0.037
R-squared	0.782322		F-statistic	9.88332
Adjusted R-squared	0.703166		Prob(F-statistic)	0.00001

جدول رقم (4-41) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير LIAB

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.29315	0.877288	-1.47403	0.1553
Z_{LIAB-1}	-0.4565	0.101829	-4.48301	0.0002
$D(GDP_{t-1})$	0.344091	0.145531	2.364378	0.0278
$D(LIAB_{t-1})$	-0.26672	0.212218	-1.25684	0.2226
CG	-0.06475	0.017492	-3.7014	0.0013
INFLA	0.01339	0.003741	3.579701	0.0018
TRAD	-0.00238	0.001266	-1.87934	0.0741
FLU	0.012288	0.002962	4.148715	0.0005
XRAT	-1.43783	0.317417	-4.52979	0.0002
SCHOOL	0.034215	0.011421	2.995931	0.0069
R-squared	0.698797		F-statistic	5.413387
Adjusted R-squared	0.56971		Prob(F-statistic)	0.000693

جدول رقم (4-42) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير PRIVA

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.025059	0.19781	5.182052	0
$Z_{PRIVA-1}$	-0.69254	0.118166	-5.8607	0
$D(GDP_{t-1})$	0.353995	0.125039	2.831065	0.0095
$D(PRIVA_{t-1})$	-0.30302	0.346334	-0.87493	0.3907
CG	-0.06907	0.015513	-4.45229	0.0002
INFLA	0.006426	0.002398	2.679337	0.0134
FLU	0.010348	0.002592	3.992531	0.0006
XRAT	-0.89794	0.160433	-5.59698	0
R-squared	0.725224		F-statistic	8.672092
Adjusted R-squared	0.641597		Prob(F-statistic)	0.000033

جدول رقم (4-43) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير VALU

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.307612	0.289927	4.510137	0.0002
Z_{VALU-1}	-0.28891	0.104649	-2.76078	0.0117
$D(GDP_{t-1})$	0.184774	0.146364	1.262428	0.2206
$D(VALU_{t-1})$	-0.16133	0.051764	-3.11667	0.0052
CG	-0.08063	0.020746	-3.88667	0.0009
INFLA	0.009464	0.003442	2.749253	0.012
TRAD	-0.00313	0.001161	-2.69679	0.0135
FLU	0.011576	0.00315	3.674892	0.0014
XRAT	-0.61807	0.216304	-2.8574	0.0094
R-squared	0.660001		F-statistic	5.095621
Adjusted R-squared	0.530478		Prob(F-statistic)	0.001283

جدول رقم (4-44) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير $TURNO$

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.252176	0.293472	4.266761	0.0003
$Z_{TURNO-1}$	-0.27211	0.111029	-2.45085	0.0231
$D(GDP_{t-1})$	0.241845	0.156918	1.541219	0.1382
$D(TURNO_{t-1})$	-0.37328	0.141522	-2.6376	0.0154
CG	-0.07289	0.021636	-3.36902	0.0029
INFLA	0.008541	0.003621	2.35863	0.0281
TRAD	-0.00325	0.001327	-2.45008	0.0231
FLU	0.011732	0.003081	3.80839	0.001
XRAT	-0.60205	0.220722	-2.72763	0.0126
R-squared	0.610681		F-statistic	4.117548
Adjusted R-squared	0.462369		Prob(F-statistic)	0.004353

جدول رقم (4-45) يبين تقدير نموذج ECM بعد إدخال متغيرات التحكم للمتغير $CAPI$

Dependent Variable: D(GDP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.248796	0.27109	4.60658	0.0002
Z_{CAPI-1}	-0.31608	0.133511	-2.36743	0.0281
$D(GDP_{t-1})$	0.127865	0.148044	0.863695	0.398
$D(CAPI_{t-1})$	-0.25263	0.089196	-2.83229	0.0103
CG	-0.08363	0.020106	-4.15927	0.0005
INFLA	0.008503	0.003326	2.556755	0.0188
TRAD	-0.00203	0.001135	-1.79065	0.0885
FLU	0.013172	0.00359	3.669503	0.0015
XRAT	-0.69647	0.209967	-3.31705	0.0034
R-squared	0.641651		F-statistic	4.476437
Adjusted R-squared	0.498311		Prob(F-statistic)	0.003079

تبين الجداول السابقة أنه بعد إدخال متغيرات التحكم أصبحت النماذج المقدرة أفضل تمثيلاً للعلاقة التي

ترتبط تطور النظام المالي بالنمو الاقتصادي، ويبدو ذلك جلياً من خلال قيم معاملات التحديد واختبارات فيشر.

فيما يتعلق بتأثير تطور النظام المالي في النمو الاقتصادي في المدى قصير الأجل نلاحظ أن هذا التأثير معنوي وموجب بالنسبة للمتغيرات التي تتعلق بتطور الأسواق المالية. فعلى ما يبدو أن الأسواق المالية الأردنية تقوم دور رئيس في تمويل الاقتصاد وأكبر حجماً من الدور الذي يقوم به النظام المصرفي. كما أن ذلك يعني أن بعض الدراسات التي لم تشر إلى وجود تأثير قصير الأجل لتطور الأسواق المالية عن النمو الاقتصادي كانت متأثرة بغياب متحولات تؤثر بدورها في النمو الاقتصادي لأنه عند إدخال مثل هذه المتغيرات نرى أن تأثير تطور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي هو تأثير معنوي. كما أننا نلاحظ أن هذه العلاقة قصيرة الأجل معدومة بالنسبة لمؤشرات تطور النظام المصرفي.

تجدر الإشارة أخيراً إلى أن عدم وجود علاقة معنوية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي بالنسبة لبعض مؤشرات تطور النظام المالي لا يعني بالضرورة أن هذه العلاقة معدومة فقد تكون هذه العلاقة غير خطية بالنسبة لهذه المؤشرات كما أشار (Berthelemy and Varoudakis (1996,1998، حيث يعتقد هذان الباحثان أنه في بعض مراحل نمو القطاع المالي تكون العلاقة سلبية وتتعدى في بعض مراحلها وتصبح إيجابية في مراحل أخرى. كما أنه من الممكن ألا تعكس هذه المؤشرات مستوى تطور النظام المالي. ففي بعض الدراسات يعتقد بعض الاقتصاديين أنه لقياس حقيقة العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي لا بد من إيجاد مؤشر يقيس بفعالية مستوى تطور هذه النظام باعتبار أن مؤشرات تطور النظام المالي تعكس بصورة متفاوتة هذا التطور وهو ما قام به (Creane, S., Goyal, R. Mobarak, A.M. et Sab, R. (2003). كل ذلك يدفع لزيادة البحث للتأكد من هذه النظريات ولكن نترك التحقق من هذه الأفكار لدراسات قادمة.

7.4. خلاصة الفصل:

لتقدير العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن قمنا بالاعتماد على نظرية التكامل المشترك التي تبين فيما إذا كانت متغيرات عدة ترتبط فيما بينها بعلاقة سببية. اعتماداً على نتائج الاختبارات المطبقة على المتغيرات المدروسة والتي تحدد إمكانية تكاملها المشترك قمنا بتقدير نموذج تصحيح الأخطاء ومن ثم قمنا باختبار مدى صحة وقوة النتائج التي حصلنا عليها. تبين هذه النتائج أن تطور النظام المالي في الأردن وبمكوناته النظام المصرفي والأسواق المالية يرتبط ارتباطاً إيجابياً وقوياً مع النمو الاقتصادي.

فيما يتعلق بالعلاقة طويلة الأجل تظهر النتائج أن تطور النظام المالي يؤثر تأثيراً فاعلاً في النمو الاقتصادي الأردني ولاسيما النظام المصرفي إذ نرى أن العلاقة بين مؤشرات تطور النظام المصرفي والنتائج المحلي الأردني أقوى من العلاقة بين مؤشرات تطور الأسواق المالية. ونعتقد أن ذلك يعود إلى ضعف فعالية السوق المالية الأردنية إذ إننا نرى بأن المتغير Value الذي يدل على فعالية الأسواق المالية ذو ارتباط ضعيف بنمو الناتج المحلي وقد يكون السبب ما تعرضت له السوق المالية من أزمات خلال الفترة السابقة ولاسيما في نهاية فترة الثمانينات من القرن الماضي .

أما فيما يتعلق بالدور الذي يمكن أن يقوم به نمو النشاط الاقتصادي في الدفع باتجاه تطور النظام المالي في المدى طويل الأجل يبدو أن الأسواق المالية خاصة هي من يقوم بهذا الدور. فنرى أن مؤشرات تطور السوق المالية الأردنية ترتبط ارتباطاً قوياً مع الناتج المحلي عندما تكون هي المتغيرات التابعة وأقوى من ارتباط المتغيرات التي تدل على تطور النظام المصرفي بالناتج المحلي الأردني .

عموماً نستطيع القول وعلى عكس كثير من الدراسات التي بينت بأن العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة وحيدة الاتجاه بأن هذه العلاقة ذات اتجاهين. أي إن كلا من المقولتين (Demand

Following) و (Supply leading) هي صحيحة في حال الاقتصاد الأردني. فكما أن تطور القطاع الحقيقي يدفع باتجاه تطور النظام المالي فإن تطور هذا الأخير يعمل على تحفيز النمو الاقتصادي.

فيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات المدروسة نلاحظ أن هذه العلاقات غائبة سواء بالنسبة لتأثير النظام المالي في الناتج المحلي أم لتأثير هذا الأخير في النظام المالي.

عند إدخال المتغيرات التي يعتقد أنها تؤثر في نمو الناتج المحلي نجد أن العلاقة طويلة الأجل بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي تبقى علاقة قوية سواء من حيث تأثير تطور النظام المالي في النمو الاقتصادي في الأردن أم من حيث تأثير هذا الأخير في النظام المالي. لكن ما يلاحظ أنه عند إدخال متغيرات التحكم هذه تبين النتائج وجود تأثير لتطور النظام المالي على النمو الاقتصادي في المدى قصير الأجل ولاسيما فيما يتعلق بمؤشرات تطور السوق المالية الأردنية.

نتائج ومقترحات:

- 1 - العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن هي علاقة ذات اتجاهين أي إن النظام المالي يتأثر بالنمو الاقتصادي ويؤثر فيه أيضاً.
- 2 - يقوم النظام المصرفي بالدور الأكبر في تحفيز النمو الاقتصادي بشكل أكبر من الدور الذي تقوم به السوق المالية والذي يمكن أن يعزى إلى ضعف فعالية سوق عمّان المالية.
- 3 - يعمل تطور النشاط الاقتصادي نحو الدفع باتجاه تطوير النظام المالي (وبخاصة الأسواق المالية) إذ إن الطلب على التمويل يتجه تجاه الأسواق المالية أكثر منه باتجاه النظام المصرفي.
- 4 - إن عدم وجود علاقة معنوية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي بالنسبة لبعض مؤشرات تطور النظام المالي، ولاسيما التي تتعلق بالقطاع المصرفي لا يعني بالضرورة أن هذه العلاقة معدومة. فقد تكون هذه العلاقة متأثرة بمراحل تطور القطاع المالي أو بمدى قدرة المؤشر ذاته على عكس مستوى تطور النظام المالي.
- 5 - إن متغيرات التحكم التي قمنا باستخدامها بالبحث قد أثرت تأثيراً إيجابياً في العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي في الأردن مما يجعل الاهتمام بها جديراً لدفع عجلة النمو الاقتصادي، وتطور النظام المالي كون العلاقة تبادلية.
- 6 - إن تطور النظام المالي يؤثر تأثيراً فاعلاً في النمو الاقتصادي الأردني ولاسيما النظام المصرفي إذ نرى أن العلاقة بين مؤشرات تطور النظام المصرفي والنتائج المحلي الأردني أقوى من العلاقة بين مؤشرات تطور الأسواق المالية وذلك في المدى طويل الأجل.
- 7 - فيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات المدروسة نلاحظ أن هذه العلاقات غائبة سواء بالنسبة لتأثير النظام المالي في الناتج المحلي أم لتأثير هذا الأخير في النظام المالي.

بناءً على النتائج السابقة وللعمل على دفع عجلة النمو الاقتصادي في الأردن لا يجوز الاعتماد فقط على السياسات الهادفة إلى تطوير النظام المالي، وذلك سواء النظام المصرفي أم السوق المالية، بل لا بد من الاهتمام أيضاً بالسياسات غير المالية التي تعمل على دفع عملية النمو الاقتصادي. إذ أن تطور النشاط الاقتصادي يؤثر أيضاً في تطوير النظام المالي وبالتالي على كل السياسات الاقتصادية التي تدفع باتجاه تطور هذا النشاط سيكون لها أثر في تطوير النظام المصرفي الذي سينعكس بدوره على التطور الاقتصادي.

من جهة أخرى لا بد من التحقق من أن مؤشرات تطور النظام المالي المستخدمة عادة تعكس بصورة حقيقية مدى تطور هذا النظام ومحاولة إيجاد مؤشرات (كتركيبة من مؤشرات عدة مستخدمة) بحيث تستطيع هذه المؤشرات عكس مستوى التطور المالي بشكل جيد بعد دراسة مدى اعتماد البلد المدروس في تمويل نشاطه الاقتصادي على أحد مكونات النظام المالي.

يمكن الاعتماد على هذه النتائج في رسم السياسات المالية والاقتصادية في سورية في محاولة لدفع عجلة النمو الاقتصادي فيها. اعتماداً على النتائج السابقة وباعتبار أن كلاً من النظام المالي والنمو الاقتصادي يتأثر ويؤثر في الآخر يجب على متخذي القرار عدم الاعتماد على محاولة النهوض بالنظام المالي كسبيل وحيد لدفع عجلة النمو الاقتصادي. بل يجب عليهم الاهتمام أيضاً بالسياسات الاقتصادية الأخرى التي تعمل على الإسهام في رفع معدلات النمو الاقتصادي لأن رفع هذه المعدلات سينعكس بدوره على تطور النظام المالي مرة أخرى، ويدفع باتجاه تطوير النشاط الاقتصادي. فقد لاحظنا في الفترة السابقة أن متخذي القرار قد اهتموا اهتماماً كبيراً بتطوير النظام المالي من خلال السماح للمصارف الخاصة بالدخول للسوق السورية وإنشاء سوق مالية مع عدم التركيز على السياسات الاقتصادية الأخرى. لذلك نقول إن رفع معدلات النمو الاقتصادية يتوجب التركيز على السياسات الاقتصادية والمالية دون إهمال لأحد منها على حساب الآخر.

كما يمكن للحكومة الأردنية القيام ببعض الإجراءات لتحفيز النمو الاقتصادي:

- 1 - زيادة حجم القروض للناتج المحلي الأردني، وذلك من خلال تشجيع الأنشطة الصناعية والحرفية والزراعية.
- 2 - تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية ولكن ليس المضاربة بل الإصدارات الأولية المتعلقة بتأسيس الشركات ولاسيما الصناعية.
- 3 - تمويل المشاريع الحكومية (البنى التحتية) لتشجيع الاستثمار.
- 4 - تفعيل السياسات الأخرى غير المالية مثل سياسة التعليم، تطوير الخدمات وتحسينها وذلك لدعم النمو الاقتصادي.

قائمة المراجع العربية

- 1 - د.الدسوقي، إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 2 - د. بيتر.ج.مونتيل، التمويل والرفاهية والنمو، معهد السياسات الاقتصادية، الندوة الثالثة، 2003.
- 3 - د. عريقات، حربي، عقل، سعيد، التأمين وإدارة المخاطر، دار وائل للنشر، 2008.
- 4 - عقل، مفلح، وجهات نظر مصرفية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006.
- 5 - قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم (16) لسنة 1995 وتعديلاته.
- 6 - قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم (16) لسنة 1995 وتعديلاته.
- 7 - قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته.
- 8 - قانون ضريبة الدخل الأردني رقم 57 لسنة 1985 وتعديلاته.
- 9 - قانون الدين العام الأردني رقم (1) لسنة 1971 وتعديلاته.
- 10 - قانون سندات المقارضة الأردني رقم (10) لسنة 1981 وتعديلاته.
- 11 - د. كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009.
- 12 - هيئة الأوراق المالية، النظام الداخلي لبورصة عمان، 1999.

التقارير والدوريات

- 1 - التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني للأعوام (1964-2010).
- 2 - تقرير عن حالة الاقتصاد الأردني، مركز الأردن الجديد للدراسات (1999-2001).
- 3 - التقارير السنوية لقطاع التأمين، هيئة التأمين (2009-2010).
- 4 - تقرير الاستقرار المالي، البنك المركزي الأردني (2009-2010).
- 5 - نتائج أعمال سوق التأمين، هيئة التأمين (2009-2010).

قائمة المراجع الأجنبية

1. Acemeoglu, D. and F. Zilibotti(1997), " Was Prometheus Unbound by chance? Risk Diversification, and Growth" Journal of Political Economy, 105: 705-775.
2. Aghion, P., Hewitt, P. et Mayer-Foulkes, D. (2005), "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, Quarterly Journal of Economics", vol. 120 (1):173-222.
3. Arestis, P., Demetriades, P.O. Fattouh, B. and Luintel, K. P. (2001), "Financial Development and Economies Growth : The Role of Stock Markets", Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 33 (1):16-41.
4. Bagehot, W. (1873), Lombard Street, Homewood, IL: Richard D. Irwin, (1962 Edition).
5. Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000), "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, vol. 58:261-300
6. Bencivenga, V. R. and B. D. Smith (1993), "Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model", Journal of Economic Dynamics and Control, 17: 97-122.
7. Berger, A. N., Hasan, I. and Klapper, L.F. (2004), "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: un International Analysis of Community Banking and Economic Performance", Journal of Financial Services Research, vol. 25:169-202, April.
8. Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1994), "Intermédiation Financière Croissance Endogène", Revue Economique, vol. 45 (3) :737-750.
9. Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1995), "Clubs de convergence et croissance. Le rôle du développement financier et du capital humain", Revue économique, vol. 46 (2) :217-235.
10. Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1996), "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development", Oxford Economic Papers, vol. 48 (2):300-328.
11. Berthélemy, J. C. et Varoudakis, A. (1998), "Développement financier, réformes financières et croissance : une approche en données de panel", Revue économique, vol. 49 (1) :195-206.

12. Boyd, J. H. and E. C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions". *Journal of Economics Theory*, 38: 211-232.
13. Christopoulos, D. K. and Tsionas, E. G. (2004), "Financial Development and Economic Growth: Evidence From Panel Unit Root and Cointegration Tests", *Journal of Development Economics*, vol. 73 (1):55-74.
14. Christopoulos, D. K. and Tsionas, E. G. (2004), "Financial Development and Economic Growth: Evidence From Panel Unit Root and Cointegration Tests", *Journal of Development Economics*, vol. 73 (1):55-74.
15. Cull, R. and Xu, L. (2005), "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 77 (1):117-146.
16. D, J. H., and B. D. Smith (1992), "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 30: 409-432.
17. Demetriades, P. O. and Hussein, K. A. (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, vol. 51 (2):387-411.
18. Demetriades, P. O. and Hussein, K. A. (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, vol. 51 (2):387-411.
19. Dor, E. (2004), "Econométrie", Pearson Education France.
20. Financial Structure and Economic Growth, Asli demirc-KUNT and Ross Levine, Massachusetts Institute of Technology, 2001.
21. G, R. G. and R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542.
22. Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98: 1076-1107
23. Greenwood, J. and Smith, B. (1996), "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 21 (1):145-181.
24. Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2002), "Does Local Financial Development Matter", National Bureau of Economic Research Working Paper n° 8923.
25. Jensen, M. and K. Murphy (1990), "Performance Pay and Top Management

- Incentives", *Journal of Political Economy*, 98: 225-263.
26. Jensen, M. and W. R. Meckling (1976), "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
27. Khan, M. S. and Senhadji, A. S. (2000), "Financial Development and Economic Growth: An Overview", IMF Working Paper n° 209.
28. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *The Journal of Finance*, vol. 57 (3):1147-1170.
29. Levine, R. (2001), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Which is Better", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11 (4):398-428
30. Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", National Bureau of Economic Research, working Paper n° 10766
31. Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth, Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 46:31-77.
32. Levine, Ross. (2003), "Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms".
33. Loayza, N. and Ranciere, R. (2005), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", IMF Working Papers n° 170.
34. Patrick, H. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development Cultural Change*, vol. 14:174-189.
35. Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998), "Financial Independence and Growth", *American Economic Review*, vol. 88 (3):559-586.
36. Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998), "Financial Independence and Growth", *American Economic Review*, vol. 88 (3):559-586.
37. Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52: 737-783.
38. Stiglitz, J. and A. Weiss (1983), "Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets", *American Economic Review*, 73(5): 912-927.
39. Sussman, O. (1993), "A Theory of Financial Development", In: *Finance and Development: Issues and Experience*, Ed: A. Giovannini, (Cambridge: Cambridge University Press): 29-64.

- 40.Trabelsi, M. (2002), "Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990", Université de Montreal, Departement de Sciences Economiques, Cahiers de Recherche n° 13.

Syrian Arab Republic
Ministry Of Higher Education
Damascus University
Faculty Of Economics
Department Of Economics



The Efficacy of Financial System in Promoting Economic Growth

"Jordanian Economy as a Sample"

Research For Master's Degree in Economics

by:

Issam Amin Hasan

Supervision:

Prof. Ali Kenaan

2012