



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد

محددات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني خلال الفترة (1978_2007)

(دراسة قياسية تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية)

**Determinants of Investment Demand in the Shares of the
Jordanian Industrial Sector during the Period
(2007_1978)**

**An Empirical Study Applied
In the Amman Stock Exchange Securities**

أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراة في الاقتصاد

إعداد الطالب

إياد خالد شلاش المجالي

المشرف المشارك

الأستاذ الدكتور عبد الله الجيوسي

أستاذ الاقتصاد القياسي/ كلية الاقتصاد

جامعة الزيتونة/الأردن

المشرف العلمي

الأستاذة الدكتورة رانيا الدروبي

أستاذة الاقتصاد/ كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ قَالَ يَقَوْمِ أَرَأَيْتُمْ إِنْ كُنْتُ عَلَىٰ بَيْنَةٍ مِّن رَّبِّي وَرَزَقَنِي مِنْهُ رِزْقًا
حَسَنًا وَمَا أُرِيدُ أَنْ أُخَالِفَكُمْ إِلَىٰ مَا أَنهَضَكُمْ عَنْهُ إِن أُرِيدُ إِلَّا
الْإِصْلَاحَ مَا اسْتَطَعْتُ وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ ﴾

سورة هود : الآية 88

الإهداء

إلى من جرع مرار الكأس فارغاً ليسقينا قطرة حب، وعارك الحياة القاسية ليوصلنا إلى بر الأمان، وكلّ أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة، وحصد الأشواك عن دروبنا ليمهد لنا طريق العلم، إلى القلب الكبير الذي علمنا النجاح والصبر والمثابرة, إلى من أفتقده في مواجهة الصعاب، ولم تمهله الدنيا لأرتوي من حنانه، بعد أن أسرع المرض وخدش روحه الجميلة بلمس موت خشن.....، أبي يا من أحمل أسمك بكل فخر، يا من أفتقدك مطلع كل فجر، يا من يرتعش قلبي لذكرك، ويقف جسدي خاشعاً إجلالاً لغيابك، يا من تركت المكان فارغاً، والقلب غارقاً، والعقل ضائعاً، والنفس حزينة مكلومة تبحث عن ذاقتها.....، إلى والدي وهو بين يدي خالقه، لك الرحمة والمغفرة من رب غفور.

إلى من أضاء بعلمه عقل غيره، وهدى بجوابه حيرة سائليه، فأظهر بسماحته تواضع العلماء، وبرحابة صدره سماحة العارفين، إلى من سقانا من روحه زمزما في زمن الجفاف، ونسج للآخرين ثوب دفء في زمن البرد، فكان لنا مقام الأب الحنون، والأخ الغيور، والصديق الوفي، والرجل الشجاع في الليالي الخالكات. إلى عمي قفطان (أبو فراس).

إلى أجمل أنواع الصمت الرهيب المطبق المليء بجراح العمر النازفة، إلى قصة حياتي، وأنشودة المطر، إلى بارئة أوجاعي وهمومي، إلى من عاشت حاملةً بمستقبل الزهر... رغم جراحات الزمن، إلى من أبحرت في بحر حنانها بعد أن كستني الهموم، إلى عيني التي لم أرَ الأمل إلا من خلالها، إلى من جثا العطاء أمام قدميها، وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حباً وتصميماً ودفعاً لغدٍ أجمل، إلى سعادتي وحزني، إلى أمي.

إلى الذين أعانوني في مشواري العلمي، وبذلوا الغالي والنفيس لاستكمال هذه المرحلة بكل نجاح وتميز، إلى عائلتي وأشقائي.

أهدي لهم جميعاً ثمرة من ثمار العلم.

الباحث

الشكر والتقدير

بدايةً أحمّد الله تعالى على نعمه التي أنعمها عليّ، والتي لو لهجت الألسنة أبداً الدهر بشكرٍ واحدةٍ منها ما أدّت حقّها، فشكراً لك ربي، وحمداً يليقُ بجلال وجهك، وعظيم سلطانك.

إنه لمن دواعي الفخر والاعتزاز بكبرياء النفس، وعظيم الشعور بألق الوجود والرقى أن أكون أحد طلاب جامعة دمشق، هذه الجامعة العريقة بسمعتها العلمية والأكاديمية، وحضارتها على مرّ الأزمان والعصور، وأن أقف مدافعاً عن هذا العمل العلمي أمام لجنة الحكم الكرام.

واسمحوا لي بدايةً أن أتقدم بعظيم الشكر والعرفان إلى أستاذتي المشرفة على هذا العمل، الدكتورة رانيا الدروبي، على كلّ ما بذلته معي من قصارى جهدها في سبيل إنجاز هذا العمل، وإخراجه بالصورة العلمية اللائقة، حيث كان لصبرها وسعة صدرها الأثر الكبير لدي، مما دفعني لأن أتخطى كلّ الحواجز والمعوقات، وكان لدقة ملاحظاتها وإصرارها في حلّ المشكلات دوراً بارزاً ومهمّاً بأن يكون هذا المخرج ذا أساسٍ علميٍّ متينٍ ومتناسبٍ مع منهجية البحث العلمي؛ حيث لمستُ من خلال توجيهاتها وإرشاداتها أن لديها غيراً حقيقيةً في أن يكون هذا المخرج من أفضل الأعمال. فإني بذلك أقدر لها جهودها الطيبة، ومعاملتها الرقيقة، داعياً الله — عزّ وجلّ — أن يمتّعها بموفور الصحة والعافية.

كما وأتقدم بالشكر الموصول إلى أستاذتي في مرحلتي البكالوريوس والماجستير، المشرف المشارك الدكتور عبد الله اليوسف الجيوسي، الذي أنعم عليّ بعلمه وفكره ووقته، ولم يخلّ عليّ بذرة واحدة من علمه، فكان لي بمثابة الأب والأستاذ والموجه، جزاه الله خير الجزاء.

كما وأتقدم بالشكر الجزيل لأعضاء لجنة الحكم على تفضيلهم وقبولهم مناقشة هذا العمل، كلّ من الدكتور موسى الغريز رئيس قسم الاقتصاد رئيساً وعضواً، والدكتور عابد فضلية، والدكتور رسلان حضور، والدكتور محمود طيوب من جامعة تشرين الذي أشكره

على قبوله مناقشة هذا العمل، وحضوره متجشماً عناء السفر. مقدراً لهم جميعاً جهودهم في قراءة هذه الرسالة وتقويمها.

كما واسمحوا لي أن أتقدم بالشكر إلى إدارة جامعة دمشق ممثلةً برئيسها وأساتذتها، وجميع الكوادر العاملة فيها. كما وأتقدم أيضاً بالشكر إلى كلية الاقتصاد ممثلةً بعميد الكلية، ورئيس قسم الاقتصاد، وكافة الأساتذة العاملين، وإلى موظفي قسم الدراسات العليا، وأقسام السكرتاريا.

ولا يفوتني أن أتقدم أيضاً بالشكر الجزيل إلى زملائي وأصدقائي الذين شاركوني في مرحلة الدراسة، وأخصّ منهم السيد مهند القطارنة على كل المساعدات والخدمات التي قدمها لي طوال معرفتي الشخصية به، وعائلة السيد جمال السيّد من سوريا، وكل من مدّ لي يد العون في سبيل إخراج هذا العمل إلى حيز الوجود.

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الآية الكريمة	أ
الإهداء	ب
الشكر والتقدير	ج
فهرس المحتويات	هـ
قائمة الجداول	ي
قائمة الأشكال	ن
قائمة الملاحق	ع
ملخص باللغة العربيّة	ف
ملخص باللغة الإنجليزيّة	ق
عرض الدراسة	1-20
1. المقدّمة	1
2. مشكلات الدراسة	7
3. أهميّة الدراسة	8
4. أهداف الدراسة	10
5. فرضيات الدراسة	11
6. منجية الدراسة	11
7. الدّراسات السابقة	13
8. مميزات الدراسة	19
9. مصادر بيانات الدراسة	20
الباب الأوّل	
الإطار العام والنظري للدراسة	
الفصل الأوّل: خلفية الدراسة	
المبحث الأوّل: الإطار النظري	21-35
1.1.1 الأسواق المالية (النشأة والتطور)	21
1.1.1.1 أنواع الأسواق المالية	22
2.1.1.1 أدواتها	24
3.1.1.1 أهميتها	26

الصفحة	الموضوع
27	4.1.1.1 كفاءتها
29	2.1.1 العوامل المؤثرة على السوق المالي
30	1.2.1.1 العوامل العالمية
30	2.2.1.1 العوامل الاقتصادية المحلية
31	3.2.1.1 عوامل القطاع
31	4.2.1.1 عوامل الشركة
32	3.1.1 السياسة النقدية وعلاقتها بالأسواق المالية (نظرة المدارس الاقتصادية)
56-36	المبحث الثاني: مساهمة قطاع الصناعة في الاقتصاد الأردني
36	1.2.1 مقدّمة عن قطاع الصناعة وتطوّره
39	1.1.2.1 مساهمة قطاع الصناعة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
42	2.1.2.1 تطوّر العمالة الصناعيّة في الاقتصاد الأردني
45	3.1.2.1 تطوّر الإنتاج الصناعي وأثره على التجارة الخارجية
	الفصل الثاني: المتغيرات الحقيقية والأسمية وعلاقتها بمؤشرات البورصة
65-57	المبحث الأوّل: أثر المتغيرات الاقتصادية على أسواق المال
58	1.1.2 العرض النقدي
59	2.1.2 معدل التضخّم
60	3.1.2 الادخار المتاح الصافي
61	4.1.2 معدل سعر الفائدة
62	5.1.2 معدل سعر الصرف
63	6.1.2 معدل سعر الصرف الحقيقي
63	7.1.2 الناتج المحلي الإجمالي
64	8.1.2 تحويلات العاملين في الخارج
64	9.1.2 إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي
74-66	المبحث الثاني: بورصة عمان للأوراق المالية (النشأة والتطوّر)
66	1.2.2 تمهيد
66	2.2.2 نشأة بورصة عمان
69	3.2.2 أقسام بورصة عمان
71	4.2.2 الأدوات المالية المتداولة في بورصة عمان

الموضوع	الصفحة
5.2.2 نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان	72
الباب الثاني	
المنهجية والتصميم (التحليل القياسي)	
الفصل الثالث: نشاط أسهم القطاعات الاقتصادية في بورصة عمان	95-75
المبحث الأول: تطوّر المؤشرات الاقتصادية على مستوى القطاعات كافة	75
1.1.3 تطوّر حجم التداول الكلي في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)	75
1.1.1.3 تطوّر حجم تداول القطاعات العاملة في بورصة عمان للفترة (1978-2007)	81
2.1.1.3 تطوّر عدد الأسهم الكلية المتداولة في بورصة عمان للفترة (1978-2007)	85
3.1.1.3 تطوّر عدد الأسهم المتداولة للقطاعات العاملة في بورصة عمان	87
2.1.3 الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان للفترة (1978-2007)	92
1.2.1.3 الرقم القياسي لأسعار أسهم القطاعات العاملة في بورصة عمان	93
المبحث الثاني: نشاط قطاع الصناعة الأردني داخل بورصة عمان	110-96
1.2.3 تمهيد	96
2.2.3 الاستثمار الأجنبي في القطاع الصناعي في بورصة عمان	100
3.2.3 التطوُّرات الاقتصادية في بورصة عمان خلال عام 2008_2009	105
4.2.3 المشكلات والمعوقات التي تواجه قطاع الصناعة الأردني	108
الفصل الرابع: النماذج القياسية والتحليل القياسي	
المبحث الأول: بناء النماذج القياسية ووصف المتغيرات	123-111
1.1.4 النماذج القياسية	111
1.1.1.4 النموذج الأول	112
2.1.1.4 النموذج الثاني	112
2.1.4 وصف المتغيرات	113
1.2.1.4 حجم تداول أسهم قطاع الصناعة	113
2.2.1.4 عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة	113
3.2.1.4 سعر السهم السوقي	113
4.2.1.4 الادخار المتاح الصافي	114
5.2.1.4 الناتج المحلي الإجمالي	115
6.2.1.4 سعر الصرف الحقيقي	115

الموضوع	الصفحة
7.2.1.4 عرض النقد	116
8.2.1.4 الإنفاق المحلي والأجنبي	116
3.1.4 الاختبارات القياسية	117
1.3.1.4 نموذج Vector Auto - Regression (VAR)	117
2.3.1.4 نموذج تصحيح متجه الخطأ Error-Correction Model (VECM)	122
المبحث الثاني: عرض نتائج الاختبارات والتحليل القياسي	124-167
1.2.4 تقدير وتحليل النموذج القياسي المقترح الأول (VSI)	124
1.1.2.4 نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني	125
2.1.2.4 نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية	125
3.1.2.4 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك	126
4.1.2.4 نتائج اختبار السببية	128
5.1.2.4 نتائج اختبار (التحليل الديناميكي قصير الأجل) تحليل مكونات التباين	131
6.1.2.4 نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل	143
7.1.2.4 نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ (ECM)	145
2.2.4 تقدير وتحليل النموذج القياسي المقترح الثاني (NSI)	147
1.2.2.4 نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني	147
2.2.2.4 نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية	148
3.2.2.4 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك	149
4.2.2.4 نتائج اختبار السببية	151
5.2.2.4 نتائج اختبار (التحليل الديناميكي قصير الأجل) تحليل مكونات التباين	154
6.2.2.4 نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل	164
7.2.2.4 نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ (ECM)	166
المبحث الثالث: الاستنتاجات والنتائج والمقترحات والخاتمة	168-177
1.3.4 الاستنتاجات	168
2.3.4 النتائج	170
3.3.4 المقترحات	175
4.3.4 الخاتمة	177
المراجع	178-188

الموضوع	الصفحة
1- المراجع باللغة العربيّة	178
2- المراجع باللغة الإنجليزيّة	186
الملاحق	189-195
الملحق (أ)	189
الملحق (ب)	194
الملحق (ج)	195

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	مساهمة القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد الأردني خلال الفترة (1978-2007)	41
2	تطور مجمل العمالة الصناعية، ومعدلات نموها للاقتصاد الأردني خلال الفترة (1978-2007)	44
3	تطور قيمة الصادرات والمستوردات الرأسمالية والوسيط للفترة (1978-2007)	48
4	تطور قيمة الإنتاج الصناعي والصادرات الصناعية خلال الفترة (1978-2007)	49
5	تطور الصادرات والمستوردات الإجمالية، ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1978-2007)	54
6	تطور أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)	79
7	مساهمة القطاعات الاقتصادية في حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)	84
8	مساهمة القطاعات الاقتصادية في عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)	86
9	أعداد الأسهم المتداولة قطاعياً في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) التغير النسبي	91
10	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) التغير النسبي	95
11	الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان لعام 2007	98
12	نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المدرجة قطاعياً في بورصة عمان لآخر عشر سنوات (1998-2007)	101
13	أحجام التداول وأعداد الأسهم المتداولة للقطاعات الاقتصادية خلال الأعوام (2008-2009)	106
14	نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات عام (2008,2009)	107

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
125	نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج المقترح الأول	15
126	نتائج اختبار ديكي-فولر (ADF) لجذر للاستقرارية للنموذج المقترح الأول	16
128	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للنموذج المقترح الأول	17
129	نتائج اختبار GRANGER للسببية للنموذج المقترح الأول المتغير التابع مع المتغيرات المستقلة	18
130	نتائج اختبار GRANGER للسببية للنموذج الأول المتغيرات المستقلة مع بعضها	19
131	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير حجم تداول أسهم الصناعة	20
132	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير سعر السهم السوقي	21
133	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير الادخار المتاح الصافي	22
134	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير الناتج المحلي الإجمالي	23
135	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير سعر الصرف الحقيقي	24
136	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير عرض النقد	25
137	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي	26
138	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي بعد إعادة الترتيب	27
139	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير عرض النقد بعد إعادة الترتيب	28
139	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير سعر الصرف الحقيقي بعد إعادة الترتيب	29
140	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير الناتج المحلي الإجمالي بعد إعادة الترتيب	30
141	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير الادخار المتاح الصافي بعد إعادة الترتيب	31
142	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغير سعر السهم السوقي بعد إعادة الترتيب	32

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
142	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر حجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب	33
146	نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ للنموذج المقترح الأول	34
148	نتائج اختبار ديكي فولر (ADF) لجذر للاستقرارية للنموذج المقترح الثاني	35
148	نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني للنموذج المقترح الثاني	36
151	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للنموذج المقترح الثاني	37
152	نتائج اختبار GRANGER للسببية للنموذج المقترح الثاني المتغيّر التابع مع المتغيّرات المستقلة	38
153	نتائج اختبار GRANGER للسببية للمتغيّرين التابعين (FNS-MNS)	39
153	نتائج اختبار GRANGER للسببية للمتغيّرات المستقلة مع بعضها	40
154	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر عدد أسهم قطاع الصناعة	41
155	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر سعر السهم السوقي	42
156	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر الادخار المتاح الصافي	43
157	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر الناتج المحلي الإجمالي	44
158	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر سعر الصرف الحقيقي	45
159	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر عرض النقد	46
160	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي	47
160	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي بعد إعادة الترتيب	48
161	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر عرض النقد بعد إعادة الترتيب	49
161	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر سعر الصرف الحقيقي بعد إعادة الترتيب	50
162	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر الناتج المحلي الإجمالي بعد إعادة الترتيب	51
162	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر الادخار المتاح الصافي بعد إعادة الترتيب	52

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
163	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر سعر السهم السوقي بعد إعادة الترتيب	53
163	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لمتغيّر عدد أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب	54
167	نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ للنموذج المقترح الثاني	55
194	اختبار طريقة المربعات الصغرى (OLS) للنموذج الأوّل (FNS)	56
194	اختبار طريقة المربعات الصغرى (OLS) للنموذج الثاني (MNS)	57
195	متغيّرات النماذج القياسية للفترة (2007-1978)	58

قائمة الرسوم والأشكال البيانية		
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
43	تطور حجم العمالة في قطاع الصناعة خلال الفترة (2007-1978)	1
43	تطور حجم العمالة في الاقتصاد خلال الفترة (2007-1978)	2
50	تطور قيمة الانتاج الصناعي والصادرات الصناعية خلال الفترة (1978-2007)	3
56	معدل نمو المستوردات (2007-1978)	4
56	معدل نمو الصادرات (2007-1978)	5
56	معدل نمو العجز التجاري (2007-1978)	6
78	تطور حجم التداول الكلي في بورصة عمان خلال الفترة (2007-1978)	7
78	تطور حجم التداول لقطاع الصناعة في بورصة عمان للفترة (2007-1978)	8
80	تطور حجم التداول لقطاع البنوك في بورصة عمان للفترة (2007-1978)	9
80	تطور حجم التداول لقطاع الخدمات في بورصة عمان للفترة (2007-1978)	10
80	تطور حجم التداول لقطاع التأمين في بورصة عمان للفترة (2007-1978)	11
83	نسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية في حجم التداول الكلي في بورصة عمان (2007-1978)	12
87	تطور عدد الاسهم المتداولة الكلية في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)	13
89	تطور أعداد الاسهم المتداولة لقطاع الصناعة في بورصة عمان (1978-2007)	14
89	تطور أعداد الاسهم المتداولة لقطاع البنوك في بورصة عمان (2007-1978)	15
90	تطور أعداد الاسهم المتداولة لقطاع الخدمات في بورصة عمان (1978-2007)	16
90	تطور أعداد الاسهم المتداولة لقطاع التأمين في بورصة عمان (2007-1978)	17
90	نسبة مساهمة القطاعات في أعداد الاسهم المتداولة في بورصة عمان (1978-2007)	18
93	تطور الرقم القياسي العام لاسعار الأسهم في بورصة عمان خلال الفتره (2007-1978)	19

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
102	نسبة الاستثمار الأجنبي في قطاعات بورصة عمان كافةً لعام 1998	20
102	نسبة الاستثمار الأجنبي في قطاعات بورصة عمان كافةً لعام 2007	21
103	معدل تطور الاستثمار الأجنبي لقطاعات بورصة عمان كافةً خلال الفترة (1998-2007)	22
103	نسبة الاستثمار الأجنبي لقطاعات بورصة عمان كافةً خلال الفترة (1998-2007)	23
104	تطور الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2007)	24
104	تطور الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2007)	25
105	تطور الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2007)	26
105	تطور الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمين في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2007)	27
108	حصة الاستثمار الأجنبي والمحلي في أموال الشركات في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2009) %	28
144	دالة الاستجابة لردة الفعل لمتغيّرات النموذج الأوّل	29
165	دالة الاستجابة لردة الفعل لمتغيّرات النموذج الثاني	30

قائمة الملاحق		
الصفحة	عنوان الملحق	رمز الملحق
189	مؤشرات ومفاهيم اقتصادية وإحصائية	أ
194	التحليل الإحصائي للنماذج القياسية بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)	ب
195	جدول متغيّرات النماذج القياسية المقترحة خلال الفترة (1978-2007)	ج

محدّدات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني خلال

الفترة (1978-2007) (دراسة قياسية تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية)

المجالي، إياد خالد

جامعة دمشق 2011

▼ الملخص ▼

تناولت هذه الدراسة محدّدات الطلب على أسهم القطاع الصناعي في بورصة عمان. لما لهذا القطاع من أهمية كبيرة في الاقتصاد الأردني، وتهدف الدراسة إلى قياس أهمّ العوامل والمحدّدات التي لها تأثير في زيادة الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة لدى بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)، كما تهدف إلى بيان الأهمية النسبية لمحدّدات الطلب في أسهم هذا القطاع، وأثرها في نشاط السوق.

اعتمد الباحث على بيانات سنوية إحصائية منشورة عن واقع القطاع الصناعي، وباقي القطاعات الاقتصادية الأخرى الصادرة عن بورصة عمان، والبنك المركزي الأردني، وهيئة الأوراق المالية، وقام الباحث باقتراح نموذجين قياسيين، يستخدم فيهما متغيّر حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، وعدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة في بورصة عمان، كمتغيرين تابعين يصفان حجم الطلب على أسهم هذا القطاع، ولتحقيق أهداف الدراسة، قام الباحث باختيار مجموعة متغيّرات اقتصادية هي: سعر السهم السوقي، والادّخار المتاح الصافي، والنتائج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقد، واجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، وذلك لاختبار أثرها على حجم الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة حسب النماذج القياسية المقترحة باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج الإحصائي القياسي من خلال تحليل السلاسل الزمنية Tim Series Analysis، ونموذج (Vector Auto regression (VAR، ونموذج تصحيح متجهات الخطأ (Error Correction Mechanism (ECM، وتم استخدام اختبار ديكي فولر (Dickey-Fuller) لمعرفة ما إذا كانت متغيّرات الدراسة مستقرة مع مرور الزمن، واختبار جوهانس للتكامل المشترك لبيان وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيّرات، كما تمّ تطبيق اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test)

لتحديد اتجاه السببية بين المتغيّرات.

وبينت نتائج الاختبارات الإحصائية، أنّ متغيّرات الدّراسة ليست مستقرّة عند المستوى، إلاّ أنّها تستقرّ بعد أخذ الفرق الأوّل، وأنّها متكاملة من الدرجة الأولى، ممّا يدلّ على عدم إمكانية استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير العلاقة بين المتغيّرات، كونها تعطي نتائج مضلّة. وأشارت نتائج الاختبارات القياسية إلى وجود علاقة قويّة بين المتغيّرات الاقتصادية المقترحة، كما أشارت إلى وجود تأثير واضح لهذه المتغيّرات على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة في المدى القصير والطويل، وعلى رسم السياسات الاستثمارية في المستقبل، حيث جاءت نتائج نموذج VAR متفّقة لحد كبير مع فرضيات الدّراسة. وقد قدّم الباحث مجموعه من المقترحات التي تهدف إلى زيادة الاهتمام في نشاط القطاع الصناعي كان أهمّها استمرار الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي لتعزيز النشاط الاستثماري لقطاع الصناعة، وباقي القطاعات الأخرى داخل بورصة عمان.

The Determinants of Demand on Investment in the Shares of the Jordanian Industrial Sector through The Period (1978-2007)

(A Standard Applied Study for Amman Securities' Stock Exchange)

Abstract

This study examined the determinants of demand on shares in the industrial sector in Amman Stock Exchange. As this sector is of great importance in the Jordanian economy, and this study aims to measure the most important factors and determinants that have an impact in increasing the demand for investment in the shares of industry in Amman Stock Exchange during the period (1978-2007). It also aimed to demonstrate the relative importance of the determinants of demand in the shares of this sector, and their impact on market activity.

The researcher relied on annually published data statistic relate to the reality of the industrial sector, and the rest of other economic sectors of Amman Stock Exchange, and the Central Bank of Jordan, and the Securities Commission. Also, the researcher proposed two piloting indices in which he used the variable of volume of shares in the industrial sector, and the number of shares in the industrial sector in Amman Stock Exchange, as consecutive variables describes the size of the demand for shares of this sector. In order to achieve the objectives of the study, the researcher chose set of economic variables include: market price, and the available saving net, gross domestic product, the real exchange rate and money supply and the total volume of domestic and foreign expenses. This was done to test their impact on the size of the investment in the shares of industry according to the models of the proposed standard by using descriptive analytical method, and statistical approach standard through the use of Tim Series Analysis, and the Model (VAR) Vector Auto

regression, and Model Correction Vector Error as well as (ECM) Error Correction Mechanism. In addition, the researcher used Dickey Fuller Test to find out whether the variables of the study are stable over time, and to examine Johannes' Test for joint integration to see whether there is a balanced relationship at the long term between these variables. In this connection, the researcher implemented Granger Causality Test to determine the direction of causation between the variables.

The results of statistical tests indicated that the variables of the study are not stable at the given level, but they settle down after taking the first difference. Also, the results proved to be integrated of the first degree, which indicates the lack of the possibility of using Ordinary Least Squares Method to estimate the relationship between variables, as it gives misleading results. The results of standard tests revealed that there is a presence of a strong relationship between the proposed economic variables. There was an indication relates to the presence of a clear impact of these variables on the size of the demand for investment in the shares of industrial sector at the short and long terms as well as at the investment policy-making in the future. Therefore, the results of VAR sample were consistent with the hypotheses of the study to a large extent.

Finally, the researcher presented a series of proposals aimed at increasing interest in the activity of the industrial sector in which one of the most important amongst them is the continuity of the government to implement economic reform to promote investment activity in the industrial sector and other sectors within the Amman Stock Exchange.

عرض الدّراسة

1. المقدّمة

يُلاحظ لدى استعراض مسيرة الاقتصاد الأردني منذ سبعينيات القرن الماضي، أنّه قد حقّق معدلات نمو متسارعة نتيجة الطفرة النفطية، وزيادة حوالات العاملين من الخارج، هذا بالإضافة إلى المساعدات التي التزمت بعض الدول بتقديمها للأردن في تلك الفترة، مما كان لها الأثر في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث بلغ معدل النمو بالأسعار الجارية (10.1%) عام 1973، وارتفع هذا المعدل إلى (13%) عام 1975، ثم إلى (23.6%) عام 1977 (دائرة الإحصاءات العامة، نشرة الحسابات القومية، 1994، ص131-133)، وقد صاحب هذا الارتفاع في معدل النمو الاقتصادي ارتفاع في مستوى الدخل الفردي، وزيادة حجم الاستثمارات في مجال البنية الأساسية من قبل السلطات الحكومية.

وقد بدأ هذا النمو بالتراجع في بداية الثمانينيات نتيجة لإنخفاض المساعدات المنتظمة من بعض الدول العربية التي كانت تقدّم للأردن، وتراجع الطلب على الأيدي العاملة الأردنية لا سيما في دول الخليج؛ وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط في السوق العالمي، الأمر الذي أدّى إلى انخفاض حوالات العاملين في الخارج، واستغلال ما تمّ تحويله منها إلى الاستثمارات في المباني هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فقد تأثر الأردن بشكل كبير بأزمة الكساد العالمية في تلك الفترة، حيث بلغ معدل النمو الاقتصادي بالأسعار الجارية (7.5%) عام 1983، ثم انخفض إلى (2%) عام 1985، وبلغ عام 1987 (2.1%) (دائرة الإحصاءات العامة، نشرة الحسابات القومية، 1999، ص130-131).

على أيّ حال، أدّت هذه الأمور مجتمعة إلى تعميق الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الأردني، وتجسّدت أهمّ تلك الاختلالات في ارتفاع معدلات التضخم والبطالة، وتفاقم عجز الموازنة العامة والميزان التجاري؛ الأمر الذي اضطر السلطات النقدية لمعالجة تلك الاختلالات عبر اللجوء إلى مزيد من الاقتراض الداخلي والخارجي، وإلى تخفيض سعر صرف الدينار الأردني، إلى أن وصلت هذه الأزمة إلى ذروتها في عام 1988، حيث تفاقمت المديونية الخارجية للحدّ الذي لم يستطع معه الاقتصاد الأردني خدمتها.

هذا وقد سعت الحكومة بجهودها كافة للقيام بإصلاحات عديدة تبنت من خلالها الكثير من البرامج الإصلاحية في القطاعات كافة، وكانت أولى هذه البرامج عام 1989، بالتعاون مع كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، حيث قامت الحكومة في تلك الفترة بإعداد الخطط الاستراتيجية الشاملة، التي تؤهلها إلى مواجهة التحديات الكبيرة، وضعف الموارد في أغلب القطاعات، إلا أن العمل توقف في هذا البرنامج نتيجة تداعيات حرب الخليج الثانية؛ ولمواصلة حركة التصحيح، فقد تمّ تبني برنامج اقتصادي ثانٍ للفترة (1992-1998)، ومن ثمّ أتبع تبني برنامج اقتصادي ثالث للفترة (1999-2001)، وصولاً إلى اعتماد برنامج تصحيح اقتصادي رابع للفترة (2002-2004).

ومع كلّ هذه الظروف والتقلّبات، فلا يزال الاقتصاد الأردني يتمتع بخصائص معينة، تفرض نفسها على واقع السياسة الاقتصادية، ومن أبرز هذه الخصائص التي يمكن أن نعدّها محدّدات وعقبات رئيسة في وجه النمو والتنمية الاقتصادية هي: قلة الموارد الطبيعية، ومحدودية الأراضي الزراعية، وصغر حجم السوق المحلي، وكبر حجم القطاع العام، وتأثر الاقتصاد الأردني بالاقتصاديات الخارجية، وخاصة اقتصاديات الدول العربية النفطية المجاورة. كما أنّ الاقتصاد الأردني بدوره يتأثر أيضاً بعوامل خارجية مثل: التغيّر في أسعار النفط، وظروف السوق العالمية، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات النمو السكاني. وعلى الرغم من أنّ فئة الشباب تشكّل النسبة الكبرى بين فئات المجتمع الأردني، إلا أنّنا نلاحظ بأنّ نسبة معدلات البطالة قد كانت مرتفعة في هذه الفئة مقارنة مع بعض الدول، حيث بلغت نسبة البطالة في عام 2007 و2008 و2009 (13.1%، 12.7%، 12.9%)، على التوالي وبلغت نسبة الأشخاص الذين تتراوح أعمارهم بين سن (15-65)، وهو سن العمل (58.6%) من المجموع العام للسكان عام 2007 (الكتاب الإحصائي السنوي، 2009)، وبالمقابل يملك الأردن موارد بشرية مدربة، وبنية تحتية جيدة، وموقعاً جغرافياً متوسطاً، واستقراراً يشجّع على الاستثمار في القطاعات كافة، وارتفاع معدلات النمو، وقبل ذلك وبعده انفتاحاً على العالم الخارجي. منذ مطلع التسعينيات تبنى الأردن سياسة شاملة للإصلاح الاقتصادي تقوم

على تحرير التجارة الخارجيّة، عبر وسائل عديدة منها: عدم استخدام أدوات الضغط على قوى السوق، وتوفير البيئة الاستثماريّة والتنافسيّة والبنية الاقتصاديّة اللازمة لجعل الأسواق أكثر استجابة لقوى العرض والطلب، ومن ثمّ إطلاق قوى السوق في تخصيص الموارد وتوجيهها، وصولاً إلى إعادة هيكلة اقتصادها على نحو يمكنها من اكتساب مرونة للتغيرات في الأسواق المحليّة والعالميّة من جهة، وتفعيل دور القطاع الخاص في مجالات الاستثمار والإنتاج. ليضطلع بمسؤولية قيادة التنمية، وتواصلها من جهة أخرى (وزارة التخطيط، خطة التنمية الاقتصاديّة للأعوام 1999-2003).

ونظراً لما تمتاز به أغلب اقتصاديات الدول الناميّة ومنها الأردن بالثنائية القطاعيّة التي يقصد بها استمرار تعايش قطاع الصناعة مع قطاع الزراعة في إطار اقتصادي محلي، فضلاً عن ضعف الترابط والتكامل بين القطاعات الاقتصاديّة، الأمر الذي أدّى بدوره إلى ضعف معدلات النمو على المستوى الكلي للاقتصاد الأردني، حيث تدلّ التجارب الاقتصاديّة للدول المتقدّمة على أنّ عملية القضاء على التخلف الاقتصادي يتطلّب قبل كلّ شيء تنويع الهيكل الاقتصادي، ويعد قطاع الصناعة الأردني أساساً لهذا التغيير من أجل تحقيق التنمية، حيث يتكوّن هذا القطاع من قطاع الصناعة الاستخراجيّة، وقطاع الصناعة التحويليّة، وقطاع إنتاجية الطاقة التي تُعدّ أحد أهم المقاييس والمؤشّرات الأساسيّة لتطوّر اقتصاديات الدول، أو تخلفها.

مهما يكن من أمر فقد استطاع قطاع الصناعة الأردني أن يلعب دوراً بارزاً في زيادة معدلات نمو الدخل القومي، وتحقيق معدلات ارتفاع مناسبة في النمو والتنمية الاقتصاديّة، وتُعدّ نسبة مساهمة القطاع الصناعي الأردني في الناتج المحلي الإجمالي عام 2007 (2.10) مليون دينار، من المؤشّرات الدالة على التطوّر الصناعي بوصفه أحد مقاييس التصنيع، ويرى بعض الاقتصاديين أنّ البلد يُعدّ مُصنّعاً إذا ما بلغت مساهمة الناتج الصناعي حوالي 25% من الناتج القومي الإجمالي، فضلاً عن ذلك، يُعد القطاع الصناعي الأردني من أكبر القطاعات الاقتصاديّة استقطاباً للأيدي العاملة، ويسهم في معالجة مشكلات البطالة، ورفع مستوى الدخل للأفراد، وتحقيق وفر من

العملات الأجنبية؛ لتمويل المستوردات من السلع الإنتاجية والاستهلاكية، وخفض العجز في الميزان التجاري، وتقليل الاعتماد على القروض والمساعدات الخارجية.

على أي حال يُعدُّ العمل على جذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية بأنواعها المختلفة من أهمِّ مقوِّمات التنمية الاقتصادية في الدول النامية، وتزداد أهمية استقطاب هذه الاستثمارات في الدول ذات الموارد الشحيحة كالأردن مثلاً، ويتأثر جذب الاستثمارات بعوامل عدّة منها: وجود سوق مالي متطور وموثوق، ووجود جهاز مصرفي ومالي فعّال، يسهم في توفير الخدمات المساعدة على جذب الاستثمارات المختلفة، بما يضمن الاستخدام الأمثل لتلك الموارد، حيث يُعدُّ الاستثمار بشكل عام المحرّك الرئيس لعملية التطوير والتنمية الاقتصادية. ويأتي الاستثمار بالأوراق المالية في قطاع الصناعة من المسائل الضرورية لتنمية هذا القطاع. والمتابع لأداء القطاع الصناعي بمختلف أنواعه، يلاحظ مدى التطور الذي أصاب هذا القطاع، مقارنة مع باقي القطاعات الاقتصادية، إذ يُعدُّ القطاع الأكبر من حيث أعلى حجم تداول في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدّراسة (1978-2007)، حيث بلغ متوسط نصيبه من حجم التداول الكلي ما يقارب (37.3%)، وعدد الأسهم المتداولة بمتوسط (43.5%) خلال فترة الدّراسة (التقرير السنوي لبورصة عمان 2006، 2007).

ويُعزى انفراد قطاع الصناعة في تحقيق أعلى حجم تداول إلى ما شهده هذا القطاع من تطوّر ملموس وتوسع وزيادة في رأس المال للمشاريع، كذلك تحوّل العديد من الشركات المساهمة الخاصة إلى مساهمة عامة، ومساهمة السوق الأردني في تنمية وتوجيه الموارد المحلية، وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، فضلاً عن ذلك سياسة الحكومة في تشجيع الصادرات المحلية، عن طريق تقديم الحوافز الضريبية، وزيادة الرسوم الجمركية على السلع المستوردة، وتشجيع تدفق الاستثمارات من الخارج.

عُرف تداول الأسهم في الأردن في بداية ثلاثينيات القرن العشرين، حيث أوصت خطط التنمية الاقتصادية بعد دراسات دقيقة بإنشاء سوق عمان المالي الذي يُعدُّ الأداة التي تمكن الوحدات الاقتصادية من الاتصال بعضها ببعض الآخر، وبأنواع مختلفة من التعامل، من خلال تبادل عمليات البيع والشراء لمختلف الأدوات المالية (الأسهم،

والسندات)، ويستدل من ذلك على أن الأسواق الماليّة ليست قناة للمضاربة على الأسهم فحسب، وإنما هي وعاء ادخاري واستثماري يلعب دوراً مهماً في عملية التّمتية، كما أنّ الاستثمار في الأدوات الماليّة هو عمليّة فنية تتطلّب كثيراً من المتابعة والتحليل. وقد قام البنك المركزي الأردني بإعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق، ومدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدوليّة (IFC)، التابعة للبنك الدولي، وقد بيّنت هذه الدّراسات أنّ حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة، يبرّر إنشاء هذا السوق؛ ليساهم في التطوّر الاقتصادي، وبناءً على ذلك؛ فقد تمّ تأسيس سوق عمان المالي في عام 1976 كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتباريّة، واستقلالها المالي والإداري، وفقاً للقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، وباشر السوق أعماله بتاريخ (1/1/1978) (طريف، 2000).

وانسجاماً مع الظروف الاقتصاديّة التي مرّ بها الاقتصاد الأردني، بدءاً من تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي، التي من أهمّها خصخصة المؤسسات العامة وصولاً إلى آلية تحرير السوق، وإطلاق التجارة الحرة، فقد جاءت فكرة إنشاء السوق المالي كمبرر قوي لخدمة الاقتصاد الأردني وتطويره حيث تُعد بورصة عمان حالياً من الأسواق الماليّة الكفؤة التي تتمتع بدرجة عالية من الشفافيّة، والكفاءة، والسيولة، والعمق، وقد حازت على ثقة كبيرة لدى مختلف العملاء، وقد سجلت تطوراً ملحوظاً في أحجام التداول، حيث ارتفع حجم التداول من (0.561) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى حوالي (13.2) مليون دينار عام 1988. ومنذ عام 1989 شهدت أحجام التداول أيضاً، نمواً كبيراً، حيث بلغت (36.7) مليون دينار عام 1989، و (30.2) مليون دينار عام 1991، ومن الملاحظ أيضاً أنّ أحجام التداول قد عادت للارتفاع بشكل حاد خلال عامي 1992، و 1993، حيث وصلت إلى (96.8) مليون دينار عام 1993، كما أظهرت مؤشرات أداء البورصة أنّ حجم التداول قد بلغ خلال عام 2007 (1.2) مليار دينار، أي بانخفاض نسبته (86%) مقارنة مع عام 2006. وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة (109%) مقارنة مع العام 2006، ليصل إلى (447) مليون سهم عام 2007. وصاحب هذا الارتفاع في عدد الأسهم المتداولة ارتفاع العقود المنفذة ليصل إلى حوالي

(3.5) مليون عقد بارتفاع نسبته (1%) عن العام السابق. فيما انخفض معدل دوران الأسهم في البورصة إلى (91%) مقارنةً بـ (101%) للعام 2006. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة للعام 2007 إلى (245) شركة مقارنةً بـ (227) شركة في نهاية العام 2006، وبقيت أعداد الشركات في ارتفاع إلى أن وصلت إلى (262) شركة في عام 2008 وإلى (272) شركة في نهاية عام 2009.

وعلى الرغم من النتائج التي حققتها بورصة عمان خلال الفترة (1995-2007)، إلا أنّ ثمة مجموعة من العوامل والظروف المحلية والخارجية، ساهمت في تراجع أداء السوق المالي، منها: حالة عدم الاستقرار التي سادت في المنطقة خلال الأعوام (1990-2006)، ابتداءً من اندلاع حرب الخليج الأولى والثانية، وانتهاءً باجتياح العدو الإسرائيلي للبنان، أمّا محلياً فقد ساهم تراجع أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة، في تراجع أداء البورصة خلال الفترة المذكورة، حيث انخفضت أرباح هذه الشركات قبل الضريبة في الأعوام الأخيرة للدراسة، بما نسبته (18.4%) عن مستواها خلال الفترات السابقة، وقد جاء هذا الانخفاض محصلة لنمو أرباح قطاع البنوك، بما نسبته (11.2%)، وتراجع أرباح قطاعات التأمين، والخدمات، والصناعة، بما نسبته (86.6%) عام 2005، و (54.3%) عام 2006، و (21.0%) عام 2007 على التوالي (بورصة عمان، التقرير السنوي، 2007). إضافة إلى هذه العوامل فإنّ زيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، وطرح أسهم شركات جديدة للاكتتاب، ترك أثراً سلبياً في حجم السيولة المتدفقة إلى السوق المالي، الأمر الذي انعكس مباشرةً على أدائها. كما أنّ عوامل الثقة، والعوامل النفسية، وسيطرة المضاربين على السوق مقابل محدودية الاستثمار المؤسسي، ما زالت تلعب دوراً أساسياً في السوق.

ومن الواضح من النشرات التي تصدرها بورصة عمان، أنّ أسعار الأسهم، وحجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، عرضة للتغيّر، ويتساءل الكثيرون عن أسباب هذه التغيّرات، وتشير بعض الدراسات التي أجريت على دول مختلفة إلى أنّ أسباب التذبذب ناتجة عن المتغيّرات الاقتصادية الكلية، وأثرها المتبادل، حيث إنّ الاقتصاد في تلك الدول يؤثر في أداء أسواقها المالية ووفقاً لما سبق، فإنّ هذه الدراسة هدفت إلى تحليل

وقياس أثر المتغيّرات الاقتصادية (سعر السهم السوقي (PS)، والادخار المتاح الصافي (NS)، والناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وسعر الصرف الحقيقي (EX)، وعرض النقد بالفهوم الضيق (M1)، وحجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD))، في عدد أسهم قطاع الصناعة وحجم تداولها خلال الفترة (1978-2007)، وبيان مدى تأثر الطلب على أسهم هذا القطاع داخل بورصة عمان للأوراق المالية بالمتغيّرات المقترحة عبر الزمن.

2. مشكلات الدّراسة

أثبت الكثير من الدّراسات الاقتصادية في مختلف الدول ومنها دراسة (الخطيب، الطراونة)، ودراسة (هاو وكوبر)، أنّ تأثير كل من زيادة حجم تداول القطاعات الاقتصادية وارتفاع عدد الأسهم المتداولة، ضعيفاً على النشاط الاقتصادي في الفترة الطويلة مقارنةً بالفترة القصيرة، وإنه متقلب عبر الفترات الزمنية. كما وأكّدت بعض الدراسات أيضاً وجود علاقة ضعيفة بين المتغيّرات الاقتصادية، وأداء سوق عمان المالي (بورصة عمان). وقد قدمت الحكومة إجراءات عدة منها إصدار حزمة من البرامج التصحيحية وذلك بهدف تنمية وإصلاح الاقتصاد بشكل عام، وتعزيز دور قطاع الصناعة في الاقتصاد القومي بشكل خاص، وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتطوير مؤسسات الخدمات المالية من خلال وجود سوق مالي متطور، ووجود جهاز مصرفي فعّال بالرغم من أن الأردن يعاني من مشكلة انخفاض مستوى المدخرات المحلية كغيره من الدول النامية. بعد هذه المستجدات التي شهدتها الاقتصاد الأردني، تطلّب هذا الاهتمام المتزايد في موضوع تنشيط الاستثمارات في البورصة الوقوف من جديد لتتبع مسار أثر المتغيرات الاقتصادية عبر الزمن على نشاط أسهم البورصة وتحديدًا على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الذي أغفلته، ولم تنطرق إليه الدراسات السابقة جميعها، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي يحتلّها هذا القطاع في الاقتصاد القومي.

ومن هنا تبرز مشكلة الدّراسة في التركيز على تحديد وجود أثر للمتغيّرات الاقتصادية في حجم الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي، مع الإشارة أيضاً

إلى مشكلة الجانب الإحصائيّ أو القياسيّ في قيام كثيرٍ من هذه الدراسات بتحليل النماذج الإحصائية دونَ اختبار مدى استقراريتها عبر الزمن والذي يؤدي إلى الحصول على نتائج مضلّة خاصةً لدى استخدام طريقة (OLS)، وتسعى الدّراسة وبشكل واضح للإجابة على التساؤل الآتي الذي يبين مشكلة الأردن وتحديدًا في قطاع الصناعة:

• ما هي العوامل والمؤشرات التي كان لها دور كبير في تكوين الأهميّة الاقتصادية الكبيرة لقطاع الصناعة الأردني خلال فترة الدراسة (1978-2007)؟. وينتج عن هذا التساؤل أيضاً عدد من التساؤلات والتي تستلزم الإجابة عليها:

1. ما مدى تأثير المتغيّرات الاقتصادية كلّ من: سعر السهم السوقي (PS)، وحجم الادخار المتاح الصافي (NS)، والناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وسعر الصرف الحقيقي (EX)، وعرض النقد (M1)، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD)، في حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني؟. وما هو حجم هذا الأثر؟.

2. ما دور قطاع الصناعة في نشاط بورصة عمان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة (1978 - 2007)؟.

3. ما مدى مساهمة الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي في بورصة عمان للأوراق الماليّة، في رفد الاقتصاد القومي، وجذب الاستثمار الأجنبي خلال فترة الدّراسة (1978-2007)؟.

4. ما هي طبيعة العلاقة بين ارتفاع حجم التداول وزيادة عدد الأسهم لقطاع الصناعة (حجم الطلب على الاستثمار)، وتذبذب المتغيرات الاقتصادية عبر الزمن خلال فترة الدّراسة؟.

3. أهميّة الدّراسة

يشكل القطاع الصناعي الأردني أهميّة كبيرة، لما له من مساهمة فعّالة في تكوين الناتج المحلي الإجمالي، حيث تشير البيانات الإحصائية إلى أنّ حصة مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، قد ارتفع من (43.5) مليون دينار عام 1978 إلى (210) مليون دينار عام 2007. أي بمتوسط نصيب مقداره

(20.59%)، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بمعدل مساهمات القطاعات الأخرى، حيث بلغ متوسط نصيب قطاع الزراعة ما يقارب (5%) وقطاع الانشاءات ما يقارب (6.12%) وقطاع الخدمات ما يقارب (66.33%). ويشير الجدول (1) إلى تذبذب معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة الدّراسة، حيث سجل معدل النمو أعلى ارتفاع له في عام 1986 بتغيّر نسبي مقداره (127%)، لينخفض في عام 1989 لأدنى قيمة له مقدارها (86%) ثمّ ليرتفع في عام 2004، ويسجل تغيّر مقداره (121%)، وفي عام 2007 يثبت معدل النمو عند تغيّر نسبي مقداره (111%) (البنك المركزي الأردني، 2008)، وخلال حالة عدم الاستقرار التي يعيشها الاقتصاد الأردني، التي تخللها تذبذبات واضحة في معدلات نمو الناتج المحلي طول فترة الدّراسة، فإنّ الأردن يسعى جاهداً، وبشكل دؤوب ليكون مركز جذب للاستثمارات الأجنبية في المنطقة، ولأنّ بورصة عمان تُعد القناة الرئيسة لهذه الاستثمارات من ناحية، وتمتع قطاع الصناعة بخصائص ومزايا فريدة عن باقي القطاعات من ناحية أخرى، لكونه قد احتل المرتبة الأولى بين القطاعات، من حيث تحقيقه أعلى حجم تداول في بورصة عمان، فإنّ هذه الدّراسة تكتسب أهمية خاصة للأسباب الآتية:

- 1 - قلة وجود دراسات مختصة حسب علم الباحث تتناول دراسة نشاط أسهم قطاع الصناعة في بورصة عمان، والعوامل المحدّدة للاستثمار في أسهم هذا القطاع.
- 2 - قامت هذه الدّراسة على استخدام المنهج الوصفي، والتحليلي، والمنهج القياسي غير التقليدي باستخدام نموذج **VAR (Vector Auto Regression)**، الذي يُعدّ من الطرق القياسية الحديثه والدقيقة في تحليل البيانات وتفسير التذبذبات التي يمكن أن تحصل داخل البورصة للحصول على نتائج أكثر دقة. حيث قام الكثير من الباحثين باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في دراساتهم، ولم يتطرقوا لمثل هذه الطريقة، ولذا تُعدّ هذه الدّراسة الأولى من نوعها في هذا المجال.
- 3 - تبرز أهمية هذه الدّراسة من كونها ستسهم بشكل دقيق في التعرّف على مدى مساهمة قطاع الصناعة في تنمية الاقتصاد الأردني، وتنمية أسواق المال (بورصة عمان)، من خلال حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، والقيمة الفعلية للسهم.

- 4 - قدّمت هذه الدّراسة جهداً جديداً في تعريف الأسباب الحقيقية وراء التغيّرات الحاصلة في مؤشرات بورصة عمان، ومحاولة ربطها بالمتغيّرات الاقتصادية.
- 5 - أبرزت هذه الدّراسة الدور الذي تلعبه بورصة عمان للأوراق الماليّة في الاقتصاد، لاسيما في مجال تنمية وتحفيز المدخرات القوميّة، وتوجيه هذه المدخرات لخدمة الاقتصاد الأردني عامة، وتطوير قطاع الصناعة خاصة.
- 6 - من خلال علاقة القطاعات الاقتصادية بعضها ببعض الآخر، فقد قامت هذه الدّراسة بشرح المحاور الرئيسيّة التي يمكن من خلالها التعرف بمدى ارتباط سوق عمان المالي (بورصة عمان) بالاقتصاد.

4. أهداف الدّراسة

نظراً للدور المتوقّع الذي سيلعبه قطاع الصناعة في الاقتصاد الأردني، لما يمتاز به هذا القطاع من خصائص ومزايا لكونه يُعد القطاع الأكبر من حيث ارتفاع القيمة السوقيّة للسهم، وزيادة حجم تداول، وأعداد الأسهم المتداولة، ولذا تستهدف هذه الدّراسة إلى:

1. تحليل الأهميّة النسبيّة لحجم التداول الكلي في قطاع الصناعة في بورصة عمان.
2. دراسة وقياس أهمّ العوامل التي لها تأثير كبير في زيادة حجم تداول قطاع الصناعة لدى بورصة عمان، وذلك من خلال نماذج قياسية مقترحة تبين مدى تأثير سعر السهم السوقي (PS)، والادخار المتاح الصافي (NS)، والنتائج المحلي الإجمالي (GDP)، وسعر الصرف الحقيقي (EX)، وعرض النقد بالمفهوم الضيق (M1)، وحجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD)، على حجم الأسهم وعددها، باستخدام نموذج (VAR) وتحليل السلاسل الزمنية (Tim Series Analysis).
3. بيان الأهميّة النسبيّة لمحدّات الطلب على أسهم قطاع الصناعة، وأثرها في نشاط السوق.
4. تحليل الأهميّة النسبيّة لنشاط قطاع الصناعة الأردني داخل بورصة عمان للأوراق الماليّة.

5. فرضيات الدراسة

بعد أن تمّ استعراض أهمّ المتغيّرات الاقتصادية التي يمكن أن يتأثر بها نشاط القطاع الصناعي في بورصة عمان للأوراق المالية، فقد تطلّبت الدراسة إجراء اختبار الفرضيات الآتية:

1. هنالك علاقة بين حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة والمتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية ويمكن صياغة هذه الفرضية بالفرضيات الآتية:

أ. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ايجاباً بالنواتج المحلي الإجمالي داخل بورصة عمان.

ب. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ايجاباً في سعر الصرف الحقيقي داخل بورصة عمان.

ج. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ايجاباً بالرقم القياسي لأسعار أسهم الصناعة داخل بورصة عمان.

هـ. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، سلباً في عرض النقد داخل بورصة عمان.

ي. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، سلباً في إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي داخل بورصة عمان.

ن. يتأثر حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، سلباً في الادخار المتاح الصافي، داخل بورصة عمان.

2. عمل قطاع الصناعة الأردني، من خلال نشاطه الاقتصادي داخل وخارج البورصة، على تنمية عمل وأداء بورصة عمان للأوراق المالية وتطورها.

3. يتمتع الرقم القياسي لأسعار أسهم القطاع الصناعي بسيولة ودرجة عالية من الاستقرار.

6. منهجية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الإحصائي القياسي من خلال تحليل السلاسل الزمنية Time Series Analysis: نموذج الانحدار

الذاتي للمتجه (VAR) Vector Auto - Regression، ونموذج تصحيح متجه الخطأ (VECM) Error-Correction Model.

وتمّ استخدام بيانات سنويّة إحصائيّة عن واقع النشاط الصناعي في الأردن، وعن مساهمته في بورصة عمان، حيث تمّ الحصول على هذه البيانات من نشرات التداول السنويّة والشهرية الصادرة عن بورصة عمان، لجميع البيانات الخاصة بهذه الدراسة خلال الفترة (1978-2007)، ومن دليل الشركات المساهمة العامة الصادرة عن بورصة عمان، الإصدارات (1979-2004)، والتقارير السنويّة الصادرة عن البنك المركزي.

المنهج الأوّل: الوصفي التحليلي

تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي لادبيات النظرية الاقتصادية وللبيانات الإحصائية المستخدمة في الدراسة، من خلال الحديث عن القطاع الصناعي في الأردن بشكل عام، ومدى مساهمته في الاقتصاد الأردني، وفي سوق بورصة عمان بشكل خاص.

المنهج الثاني: الإحصاء القياسي الكمي

تمّ استخدام المنهج الإحصائي القياسي الكمي لاختبار وقياس أثر وعلاقة كل من المتغيرات الاقتصادية (سعر السهم السوقي (PS)، والادخار المتاح الصافي (NS)، والناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وسعر الصرف الحقيقي (RE)، وعرض النقد (M1) وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD) على طلب الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ممثلاً بحجم التداول لأسهم القطاع الصناعي الأردني (VSI) وعدد الأسهم المتداول (NSI) باستخدام نموذج (VAR) (Vector Auto Regression) للتعرف على التفاعلات الزمنية بين المتغيرات المستخدمة في النماذج القياسية خلال الفترة (1978-2007)، حيث تُعامل متغيرات الدراسة جميعها في نموذج (VAR) على أنها متغيرات داخلية أثناء التحليل (Endogenous Variables). لذلك لا يوجد في نماذج الدراسة متغيرات خارجية (Exogenous Variables) أي تابعة ومستقلة. ويُعدّ نموذج (VAR) من الأساليب والأنماط القياسية الحديثة التي يكون لمعامل الزمن

فيها دوراً كبيراً في تحليل ودراسة العلاقة بين المتغيّرات الاقتصادية الكلية، حيث يتمّ التعبير عن كل متغيّر من متغيّرات النموذج كدالة خطية بقيم المتغيّر نفسه في الفترات السابقة، وبقيم المتغيّرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة، وإنّ هذا النوع من التحليل يستلزم تحديد المتغيّرات التي من الممكن أن تتفاعل مع بعضها، ثمّ تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (lag) (Anderson, 1971)، كما وتقوم الدراسة باستخدام نموذج تصحيح متجهات الخطأ (VECM)، خلال الفترة (1978-2007) بوصفه أحد التقنيات الإحصائية الحديثة في تحليل سرعة التكيف والتلاؤم للمتغيّرات عبر الزمن.

7. الدراسات السابقة

حظيت الأسواق المالية باهتمام كبير لدى الدارسين، خلال فترة التسعينيات وبداية الألفية الثالثة، نظراً للأهمية الاقتصادية التي تلعبها هذه الأسواق والدور الذي تقوم به من خلال نشاطها الاستثماري المفتوح في القطاعات الاقتصادية جميعها، وما سينتج عنه من انعكاسات إيجابية على الاقتصاد عامة، وقد تمّت دراسة الأسواق المالية من خلال الأسلوب الجزئي والكلي لدى عرض علاقة المتغيّرات الاقتصادية وفعاليّة أسواق المال. حيث أكّدت بعض الدراسات وجود علاقة إحصائية ومعنويّة بين المتغيّرات الاقتصادية الكلية كعرض النقد، وأسعار الفائدة، والتضخم، وأسعار الصرف وبين مؤشرات الأسواق المالية، (حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، ومعدلات العائد المتوقعة على الأسهم)، بينما أكّد بعض الدارسين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيّرات ومؤشرات فعاليّة الأسواق المالية، وتركزت هذه الدراسات على الأسواق المالية في الدول المتقدّمة، التي تتسم بالكفاءة على عكس أسواق المال في الدول النامية التي ما زالت بحاجة إلى الكثير من الاهتمام والدراسة. علماً بأنّ أغلب الدراسات التي تناولت بورصة عمان قد بيّنت أنّ المتغيّرات الاقتصادية لا تعطي تفسيراً دقيقاً للتذبذبات والانعكاسات الحاصلة في السوق.

• الدراسات العربيّة

دراسة- (أبو أدهم، 1994) محدّات أسعار الأسهم للقطاع المصرفي في الأردن باستخدام نظرية موازنة الأسعار.

أجرى أبو أدهم في دراسته قياس أثر وتحليل كل من العوامل الاقتصادية، ممثلة بالعائد على القطاع المصرفي، والعائد على سوق عمان المالي، في تحديد أسعار أسهم القطاع المصرفي، من خلال استخدام نموذج موازنة الأسعار من جهة، ومن جهة أخرى معرفة أثر بعض النسب الماليّة في تحليل العائد في السوق، والعائد في القطاع المصرفي. وبالتالي تحديد أسعار أسهم القطاع المصرفي من خلال نسبة صافي الأرباح بعد الضريبة إلى مجموع الموجودات، ونسبة القروض إلى مجموع الموجودات، ونسبة حقوق الملكية إلى مجموع الموجودات، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إحصائية ذات دلالة إيجابية للعائد على القطاع المصرفي، في تحديد أسعار أسهم القطاع المصرفي. وبالتالي تحديد أسعار أسهم القطاع المصرفي من خلال نسبة صافي الأرباح بعد الضريبة إلى مجموع الموجودات، ونسبة القروض إلى مجموع الموجودات، ونسبة حقوق الملكية إلى مجموع الموجودات، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إحصائية ذات دلالة إيجابية للعائد على السوق في تحديد أسعار أسهم القطاع المصرفي.

دراسة- (الخطيب، 1994) سوق عمان للأوراق الماليّة، ومدى استجابته للمتغيّرات الاقتصادية.

عمد الخطيب من خلال دراسته، إلى قياس مدى استجابة سوق عمان للأوراق الماليّة للمتغيّرات الاقتصادية المحلية، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى، ولبينات ربعية للفترة (1980-1991)، وباعتبار أنّ كلّ من سعر السهم والعائد على السهم، وحجم التداول متغيّرات تابعة، أمّا المتغيّرات المستقلة، فهي معدل نمو الناتج القومي، والتضخم، وأسعار الصرف، والرقم القياسي للنمو الصناعي، وعرض النقد (M2)، وقد استنتج الخطيب أنّ حجم التداول في سوق عمان للأوراق الماليّة، يتأثر إيجابياً بمعدل نمو الناتج القومي، ونمو القطاع الصناعي، وعرض النقد، أمّا استجابة السوق لتغيرات أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، فلم تظهر النتائج وجود علاقة ارتباط واضحة بينهما، بينما أظهرت الدراسة علاقة ارتباط سالبة بين أسعار الأسهم ومعدلات التضخم.

دراسة - (الرفاعي، 1999) أثر المتغيّرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1978-1997).

بيّن الرفاعي في دراسته، العلاقة التي تربط المتغيّرات الاقتصادية، وأداء سوق عمان المالي، من خلال تحليل أثر المتغيّرات الاقتصادية (العرض النقدي، وسعر الفائدة، والتضخم، وسعر الصرف، والناتج المحلي الإجمالي، وحوالات العاملين في الخارج) على مؤشرات سوق عمان المالي (أسعار الأسهم، وحجم التداول بالدينار، وعدد الأسهم المتداولة)، وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (1978-1997). بالإضافة إلى تحليل أثر العوامل الخارجية - الاقتصادية والسياسية، وأثر التداول بسهم البنك العربي، بوصفه إحدى الشركات الكبرى المدرجة في السوق، كذلك أثر برامج التصحيح الاقتصادي، على المستويين الكلي والقطاعي.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ المتغيّرات الاقتصادية تؤثر بشكل قوي في مؤشرات سوق عمان المالي جميعها على المستويين الكلي والقطاعي، وأنّ أكثر القطاعات تأثيراً بالمتغيّرات الاقتصادية، هو قطاع الصناعة بالنسبة لأسعار الأسهم، وقطاع الخدمات بالنسبة لحجم التداول بالدينار، وقطاع البنوك بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة.

دراسة - (الطراونة، 2004) محدّدات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية.

أوضح الطراونة من خلال دراسته، نتائج قياس وتحليل أثر المتغيّرات الاقتصادية على المستوى الكلي (الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، وتحويلات العاملين في الخارج، والرقم القياسي لأسعار الأسهم) على نشاط سوق عمان للأوراق المالية (حجم التداول، وعدد الأسهم، والرقم القياسي لأسعار الأسهم)، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) OLS للفترة (1978-2002). وقد خلصت الدراسة إلى أنّ كلاً من الرقم القياسي المرجّح لأسعار الأسهم، والناتج القومي الإجمالي تؤثر بشكل معنوي وإيجابي في حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، وعلى المستويين العام والقطاعي، كما جاء

تأثير سعر الفائدة ضعيفاً في معظم القطاعات، وتأثير تحويلات العاملين في الخارج سلبياً على مؤشرات السوق.

دراسة- (صافي، 2006) العوامل المحددة للاستثمار في أسهم قطاع البنوك في بورصة عمان (1978 - 2004).

تناول صافي في دراسته، العوامل المحددة للاستثمار في أسهم قطاع البنوك في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2004)، وذلك باستخدام عدد من المتغيرات (رأس المال المدفوع، والقيمة الفعلية للسهم، وحقوق المساهمين، والأرباح الموزعة) كمتغيرات مستقلة لدراسة أثرها في حجم التداول كمتغير تابع باستخدام طريقة الإنحدار الخطي المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى أنّ عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك يتأثر إيجابياً ومعنوياً بالأرباح الموزعة، والقيمة الفعلية للسهم، وحقوق المساهمين كما تشير قيمة (t) المحسوبة.

● الدراسات الأجنبية

1. Walter Wasserfallen, 1989, Macroeconomics News And the Stock Market Journal Of Banking and Finance.

تناول والتر وازرفالين في دراسته، أثر المتغيرات الاقتصادية، في أسعار الأسهم لثلاث دول أوروبية هي: ألمانيا، وسويسرا، وبريطانيا خلال الفترة (1977-1985)، وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: الناتج القومي الحقيقي، والعرض النقدي بمفهومه الضيق (M1)، والقاعدة النقدية، والصادرات الحقيقية، والناتج الصناعي، وأسعار المستهلكين، والأجور الاسمية، الأجور الحقيقية، وأسعار المستوردات، وسعر الفائدة الاسمي، وسعر الفائدة الحقيقي، ومعدل الاستهلاك، ومعدل أسعار الصرف. وتوصلت الدراسة إلى نتائج منها، أنّ أسعار الأسهم البريطانية، تتأثر بالأجور الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية، وأنّ أسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك، والعرض بمفهومه النقدي الضيق (M1)، وأسعار الفائدة الاسمية، أمّا أسعار الأسهم السويسرية فإنها تتأثر فقط بالاستهلاك الحقيقي.

2. Mads Asprem, 1989, Stock prices asset portfolios and macroeconomic variables in ten European countries.

أجرى مادم أسبريم هذه الدّراسة، على عشر دول أوروبية وهي: الدنمارك، وفنلندا، وفرنسا، والمانيا، وإيطاليا، وهولندا، والنرويج، وسويسرا، والسويد، وبريطانيا باستخدام بيانات فصلية خلال الفترة (1968-1984)، وشملت المتغيّرات الاقتصادية التالية: الانتاج الصناعي، والتوظيف، وسعر الصرف، الواردات، وسعر الفائدة، التضخم، والعرض النقدي، وأسعار الأسهم السابقة، وأسعار الأسهم الأمريكية، ومنحنى العائد الأمريكي، وتوصلت الدّراسة إلى أنّ المتغيّرات السابقة جميعها، يتأثر بعضها ببعض الآخر، والدول العشر جميعها وبنسب متفاوتة، كما بينت الدّراسة أنّ البطالة، والتضخم، والمستوردات، وسعر الفائدة تؤثر عكسياً في أسعار الأسهم، أمّا التوقعات عن مستقبل النشاط الاقتصادي، فقد أثرت إيجابياً في أسعار الأسهم، وأنّ مجموعة مؤشرات أسواق الأسهم الأوروبية، تعد من أكبر المؤثرات في سعر السهم، وأكثر الدول تأثراً بالمتغيّرات الاقتصادية الكلية هي المانيا، وهولندا، وسويسرا، وبريطانيا، وتتشابه البلدان الثلاثة الأولى من حيث تأثرها بهذه المتغيّرات وأكدت الدّراسة وجود علاقة إيجابية بين عرض النقد، وسعر السهم مما يدلّ على أنّ السيولة النقدية تؤثر في سعر السهم، وأنّ هنالك علاقة بين المتغيّرات الاقتصادية المتخلفة زمنياً (LAG)، والتغيّر في أسعار الأسهم.

3. Shamia and Talafha, 1990, Amman Financial Market Stability Effectiveness and Efficiency.

تناولت دراسة شامية، وطلافة، الأثر الذي يمكن أن تحدثه المتغيّرات التالية: سعر الفائدة الحقيقي، نمو العرض النقدي، نمو الناتج القومي الإجمالي، التضخم المتوقع وغير المتوقع على متغيّرات السوق المالي (حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، والعائد على الأسهم)، حيث توصلت الدّراسة إلى أنّ العائد لكلّ سهم يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي وبالتضخم المتوقع، وأنّ عدد الأسهم المتداولة يتأثر بالناتج القومي الإجمالي، بينما يتأثر حجم التداول بالدينار بالعرض النقدي فقط، وعلى المستوى القطاعي فقد توصلت الدّراسة إلى أنّ عوائد الأسهم لكلّ من قطاع البنوك وقطاع التأمين تتأثر بمعدل الفائدة الحقيقي، ومعدل الناتج القومي وبالتضخم المتوقع وغير المتوقع وبنسب متفاوتة،

أمّا عوائد الأسهم لقطاع الصناعة فإنّها تتأثّر بمعدل نمو العرض النقدي وبمعدل سعر الفائدة، كما يتأثّر عدد الأسهم في قطاع البنوك وقطاع التأمين بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبمعدل الفائدة الحقيقي وبمعدل نمو العرض النقدي، أمّا عدد الأسهم المتداولة في قطاع الخدمات فإنّها تتأثّر بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي فقط. كما بيّنت الدّراسة أنّ حجم تداول قطاع الصناعة يتأثّر بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبالتضخّم غير المتوقع، ويتأثّر حجم التداول لكل من قطاع التأمين والبنوك بمعدل نمو العرض النقدي، وبمعدل الفائدة الحقيقي، وبالتضخّم المتوقع، ويتأثّر حجم التداول في قطاع الخدمات بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي فقط، واستنتج الباحثان أنّ سوق عمان المالي مستقل بشكل نسبي عن الاقتصاد.

4. Bulmash and Trivoli, 1991, Time-Lagged Interaction between Stock Prices and Selected Economic Variables.

أوضح بولماش وترفولي في دراستهما، العلاقة التي تربط بين الأسهم الأمريكية، والمتغيّرات الاقتصادية المتخلفة زمنياً (LAGGED)، بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة تشرين الثاني 1961 إلى تشرين الأول 1978، حيث استخدمت الدّراسة المتغيّرات الاقتصادية التالية: التضخّم، والعرض النقدي، ومعدل الفائدة على أدونات الخزينة، ومعدل الفائدة على السندات، والديون الخارجية، ومعدل البطالة، وأسعار الأسهم الأمريكية لفترة سابقة، والإصدارات الجديدة، وتوصلت الدّراسة إلى أنّ العرض النقدي الواسع (M2) لشهر سابق، والديون الخارجية لشهر سابق، وسعر الفائدة على أدونات الخزينة لشهر سابق، والإصدارات الجديدة لشهر سابق، والعرض النقدي الضيق (M1) لثلاثة أشهر سابقة، وسعر الفائدة على السندات لستة أشهر سابقة، والقاعدة النقدية لثمانية عشر شهراً سابقاً لها أثر عكسي في أسعار الأسهم الأمريكية.

5. Ramin Cooper, Lee How, Mohamad Hamzah, 2004, Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices.

تناولت دراسة حمزة، وهلو، وكوبر، العلاقة بين متغيّرات الاقتصاد الكلي (أسعار الفائدة، مستويات الأسعار، أسعار الصرف، عرض النقود)، ومؤشّرات سوق رأس المال في سنغافورة (مؤشّر قطاع التمويل، مؤشّر قطاع العقارات، مؤشّر قطاع

الفنادق)، وقد استخدم الباحثون طريقة يوهانسن للتكامل المشترك لتفسير توازن العلاقة بين المتغيّرات في المدى الطويل، وخلصت الدّراسة إلى وجود علاقة بين مؤشّرات سوق الأسهم في سنغافورة ومؤشّر قطاع العقار والرقم القياسي العام، وأسعار الفائدة طويلة الأجل والانتاج الصناعي، وعرض النقود، وأسعار الصرف. وإنّ هذه العلاقة تكون أوضح في الفترة الزمنية القصيرة، كما خلصت الدّراسة إلى أنّه يجب على واضعي السياسة توخي الحذر عند محاولة التأثير في الاقتصاد من خلال إحداث تغييرات في متغيّرات الاقتصاد الكلي مثل النقود، وأسعار الفائدة، وسعر الصرف، لغاية إجراء التصحيح في اختلالات المتغيّرات الكلية في الاقتصاد مثل (التضخم والبطالة).

8. مميزات الدّراسة

جاءت هذه الدّراسة لتقدّم الجديد في تحليل البيانات الإحصائية والمتغيّرات الاقتصادية، وتميّزت عن غيرها من الدّراسات بعدة مميزات نذكر منها:

1. ركزت أغلب الدراسات السابقة على دراسة العلاقة التي تربط المتغيّرات الاقتصادية ومؤشّرات السوق بشكل عام باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، فإنّ الجديد في هذه الدّراسة أنّها ستقوم على استخدام المنهج الوصفي والتحليلي، والمنهج القياسي غير التقليدي في ربط التغيرات التي يمكن أن تحدث داخل السوق لفترة زمنية طويلة، بنشاط الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة من خلال قوى الطلب والعرض، ومحاولة تفسيرها، وربطها بالفرضيات المقترحة، كذلك إجراء اختبار نشاط أسهم قطاع الصناعة ومدى تأثيره بالمتغيّرات الاقتصادية الكلية المقترحة، من خلال تحليل تتبع المسار الزمني لأداء سهم القطاع الصناعي، وحجم الطلب عليه، ولذا تعد هذه الدّراسة الأولى من نوعها في هذا المجال حسب علم الباحث.
2. تمّ إدخال متغيّر من داخل السوق وهو مؤشّر من مؤشّرات السوق (الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية)، ودراسته كمتغيّر له تأثير في حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة (حجم الطلب في السوق).
3. تمتاز هذه الدّراسة بأنّها سجلّت أطول فترة زمنية للعينة من بين الدراسات السابقة، حيث ستغطي هذه الدّراسة ما يقارب (30) عاماً خلال الفترة (1978-2007).

9. مصادر بيانات الدّراسة

اعتمدت الدّراسة في مصادر بياناتها على البيانات الرسمية المنشورة والصادرة عن البنك المركزي الأردني، والهيئة العامة للأوراق الماليّة (بورصة عمان)، ووزارة الصناعة والتجارة، ووزارة التخطيط والتعاون الدولي، ووزارة العمل، ومؤسسة تنمية الصادرات، ومؤسسة تشجيع الاستثمار، والتقارير الصادرة عن المؤسسات الاقتصاديّة، ومنتدى الاقتصاد العالمي، وغيرها من الجهات الرسميّة، وغير الرسميّة، وعلى الكثير من المواقع الإلكترونيّة للجامعات والمعاهد والمنتديات الفكرية والمؤسسات الحكوميّة والدوليّة.

الباب الأول:

الفصل الأول: خلفية الدراسة

المبحث الأول: الإطار النظري

المبحث الثاني: مساهمة قطاع الصناعة في الاقتصاد الأردني

الفصل الأوّل

المبحث الأوّل: الإطار النظري

1.1.1 الأسواق الماليّة (النشأة والتطور)

بعد قيام الثورة الصناعيّة بدأ تغيير كبير في هياكل الاقتصاديات الأوروبيّة وفي طبيعة الأنشطة الإنتاجيّة الأمر الذي أدّى إلى ظهور الحاجة الملحة إلى رؤوس الأموال الكبيرة لمواكبة الإنتاج الهائل، ولعدم قدرة الاستثمار الفردي على توفير هذه الأموال فقد برز مفهوم الشركات المساهمة، التي تقوم في الأساس على مبدأ المشاركة الفعليّة لأكبر عدد ممكن من المستثمرين في تجميع الأموال اللازمة.

ونتيجة للتطور الكبير الذي شهدته الشركات المساهمة والمشروعات الاستثماريّة الكبيرة التي بدورها تبحث عن رؤوس الأموال لسد حاجاتها التمويلية. جاءت فكرة إنشاء أسواق الأوراق الماليّة كوسيلة لتنظيم هذه العمليّة، بحيث تحفظ حقوق الأفراد وتثبت ملكيتهم في هذه المشاريع عن طريق الأسهم التي تمثّل المساهمة في الشركات وفي الملكية، وعن طريق السندات التي تمثّل ديناً على هذه الشركات يستحق في أجل محدّد، إضافة إلى تمكينهم من توفير السيولة النقديّة لأوراقهم عند الحاجة إليها(وليد، 1996).

ونشأت أولى البورصات العالميّة في باريس عام 1724، ومن ثم لندن عام 1773، إلّا أنّ هذه البورصات نشأت في أماكن عامة مثل المقاهي، حيث لم يكن لها المكانة الكبيرة ذاتها التي نشهدّها الآن، إلّا بعد أنّ تمّ استغلال التقدم التكنولوجي في مختلف الميادين الاقتصاديّة، وفي تحسين وتطوير وسائل النقل والمواصلات، واستغلال الموارد الطبيعيّة(طوقان، 1992).

وقد مرّت أسواق الأوراق الماليّة في الدول المتقدّمة بمراحل مختلفة في تطوُّرها. وجاء هذا التطوُّر متزامناً مع ما شهدته هذه الدول من تقدّم في المجال الاقتصادي ومكماً له، ومن أبرز ملامح هذا التطوُّر الاقتصادي الذي ساهم بتطوُّر أسواق الأوراق الماليّة الأمور التالية(النشاشيبي، 1994):

- 1- وجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وغيرها من أوجه الاستثمار المتوفرة، ممّا أدّى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة يعجز الفرد عن تمويلها، مما اضطر الكثير من الأفراد الاقتراض من البنوك الذي عكس آثار سلبية على المقترضين بسبب الفوائد والعمولات العالية.
- 2- ظهور البنوك المركزية التي من أهمّ واجباتها الدور الرقابي على البنوك الخاصة، حيث أدّت هذه الرقابة للحدّ من مقدرة البنوك الخاصة على الإقراض رغم ازدياد الطلب عليها من قبل المستثمرين.
- 3- ظهور مؤسسات وبنوك متخصصة في مجالات مختلفة تلجأ إلى إصدار السندات، من أجل تلبية احتياجاتها الماليّة لتقوم بدورها المنوط بها.
- 4- ظهور الأسواق النقديّة التي أدت إلى زيادة حركة الأوراق الماليّة، وهذه تمثل المرحلة التي تمّ فيها اندماج السوق النقدي والسوق المالي وظهور البورصات.

1.1.1.1 أنواع الأسواق الماليّة

تُقسّم الأسواق الماليّة إلى قسمين رئيسيين هما أسواق النقد (Money Markets)، وأسواق رأس المال (Capital Markets) (النجار، 2002).

- 1 - أسواق النقد: يجري في هذا السوق تداول مختلف الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل، ويمتاز هذا السوق بالمرونة العالية من حيث درجة السيولة مقارنة بغيره نظراً لقصر الآجال وانخفاض درجة المخاطرة، وكبر حجم التداول فيه، ومن أهمّ أدواته: شهادات الإيداع، أدونات الخزينة، الأوراق التجارية والقبولات المصرفية. وتلعب هذه الأسواق دوراً هاماً في الاقتصاد القومي، فمن جهة يُعدّ أداة فاعلة بيد البنك المركزي التي يمارس من خلالها التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية، ومن جهة أخرى يُمثّل وسيلة فعّالة في توفير السيولة لتمويل العمليات الانتاجية.

2- أسواق رأس المال: ويجري فيها تداول الأوراق الماليّة بالبيع والشراء إضافة إلى الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل، ولذلك يمكن تسميته بسوق الأوراق الماليّة ويمتاز سوق الأوراق الماليّة بعدة خصائص أهمها:

- أ. عائد مرتفع نسبياً، مما يدفع المستثمر بالاهتمام بالعائد أكثر من اهتمامه بالسيولة
- ب. أكثر تنظيمًا من السوق النقدية
- ج. يتعامل مع الأوراق الماليّة طويلة الأجل، مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات، ولاسيما تلك التي تتحمل مصاريف تأسيس عالية في بداية عملها، مما يجعل إمكانية التسديد الفوري صعبة.
- د. ولكون العائد عالياً نسبياً فإنّ المخاطر ستكون مرتفعة نسبياً نظراً لقلة سيولة أدواتها.
- هـ. توافر سوق ثانوي لضمان نجاح سوق رأس المال.

وتنقسم أسواق رأس المال أو أسواق الأوراق الماليّة إلى (النجار، 2002):

أولاً: أسواق رأس المال الفورية:- وينقسم بدوره سوق أولية، وسوق ثانوية حيث يتمّ في السوق الأوليّة الاصدارات الجديدة، مثل إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة والحديثة التأسيس بالاككتاب العام والخاص. أمّا السوق الثانويّة، فيتم من خلالها التداول في الأوراق الماليّة التي تمّ إصدارها في السوق الأوليّة، لذا فإنّ العلاقة بينهما تكاملية أي أنّ نجاح أحدهما يعتمد على نجاح الآخر، فكلما شهد السوق الثانوي تداولاً نشطاً، شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وطرح أسهم للاكتتاب. وتنقسم السوق الثانويّة إلى سوق موازية، وسوق نظاميّة، وسوق السندات، والتحويلات خارج قاعة التداول.

ثانياً: سوق العقود المستقبلية:- وهو السوق الذي يتفرع إلى العقود الملزمة بالتنفيذ كحق خيار البيع وحق خيار الشراء، وكحق خيار البيع والشراء معاً، إضافة إلى سوق الخيارات الذي يكون للمشتري فيه حق الخيار في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، أي أنّه السوق الذي تعقد فيه العقود لبيع وشراء الأدوات الماليّة في المستقبل.

2.1.1.1 أدوات الاستثمار في سوق الأوراق الماليّة

يُعرّف سوق الأوراق الماليّة بأنه السوق الذي يتمّ فيه تداول الأوراق الماليّة بيعاً وشراءً، ومن أهمّ أدواته (وليد، 1996):

1. الأسهم: وتعرّف الأسهم أنّها المشاركة في الملكية، كونها تمثل حصة محددة في ملكيّة المؤسسة أو الشركة المساهمة، وكما تعرف أنّها صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى المساهم حقاً في رأس مال الشركة. وتقسّم الأسهم على أساس الحقوق المترتبة لحاملها إلى نوعين الأول: أسهم عادية، وأسهم ممتازة. وتمثل الأسهم العادية وثيقة أسمية وقيمة سوقية، حيث تمثّل القيمة الاسميّة القيمة المدونة على شهادة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أمّا القيمة الدفترية فتتمثّل في قيمة الحقوق الملكيّة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأمّا القيمة السوقيّة فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق الماليّة، ويمكن للقيمة السوقيّة أن تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسميّة أو الدفترية. وبما أنّها تمثّل ملكية في أموال الشركة للمكتتب فيها فإنّ للمالك الحق في:

- 1 - نقل ملكية السهم بالبيع أو الشراء.
 - 2 - الحصول على نصيبه من الأرباح التي تحقّقها الشركة.
 - 3 - التصويت في الجمعية العمومية للشركة.
 - 4 - الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ورسم سياسات الشركة.
- أمّا من وجهة نظر الشركة المساهمة فالأسهم العادية تمثّل مصدراً تمويلياً دائماً، إذ يجوز استرداد قيمتها من الشركة، وغير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات للأرباح، إضافة إلى أنّ إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للشركة، ومن جانب آخر قد يكون إصدار أسهم جديدة أمراً غير مرغوب فيه للأمور الآتية:

- 1- قد يترتب عليه دخول مساهمين جدد، وهذا يعني تشتت أكبر للاصوات في الجمعية العمومية، وإضعاف المركز المالي للمساهمين القدامى، وإطلاق الحرية لمجلس الإدارة في التصرف دون الرجوع لرأي المساهمين.

2 -يؤدّي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، كون أرباح الأسهم لا تُعدّ من التكاليف التي تخصم من الأرباح قبل حساب الضريبة، ولا تولد أية وفورات ضريبية مقارنة بالقروض التي تخصم فوائدها من الدخل الخاضع للضريبة.

أمّا الأسهم الممتازة فتتمثّل شهادة ملكية لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتحدّد القيمة الاسميّة للسهم الممتاز في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، وله الحق في توزيع سنوي يتحدّد بنسبة ثابتة من القيمة الاسميّة للسهم.

2. السندات: وهي تمثّل ديناً على مصدرها يتعهد من خلاله بدفع مبلغ السند مضاف إليه فوائد محددة بنسبة معينة في تواريخ محددة، ويستخدم غالباً لتنظيم عملية عرض النقد والائتمان، عندما تلجأ إليه البنوك المركزية في حالة التضخم لامتناس السيولة النقديّة الزائدة في السوق. علماً بأنّ الفوائد على السندات تحسب على أساس القيمة الاسميّة وليست السوقية، ومن أهمّ مميزات السندات (النسور، 1994):

- 1 -الفوائد المدفوعة، وتحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسميّة.
- 2 -لها أجل محدّد، ومع ذلك يمكن أن يتمّ إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق المحدّد.
- 3 -تدفع فوائدها حتى لو لم تحقّق الشركة أرباحاً.
- 4 -مخاطرها محصورة في أسعار الفائدة.
- 5 -إنّ حامل السند يحصل على دخل ثابت بغض النظر عن وضع الشركة المالي وله أولويّة في حال تصفية الشركة على حملة الأسهم.

وتقسم السندات إلى نوعين رئيسيين:

أولاً: السندات الحكوميّة: وهي السندات التي تصدر من قبل الحكومة وتسمّى سندات الخزينة (Bonds Treasury)، وتقسم حسب مدة الاستحقاق إلى سندات قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، وطويلة الأجل (سندات الخزينة).

ثانياً: سندات شركات الأعمال: وهي السندات التي تصدر من قبل شركات ذات طابع تجاري وصناعي، وكذلك الشركات التي تتعامل بالانشطة الخدمية، لاغراض التوسّع وزيادة رأس المال وتُعدّ أدوات دين على الشركات المصدرة لها، وتختلف أنواع هذه السندات حسب نوع الضمان وطريقة الدفع.

3.1.1.1 أهمية سوق الأوراق المالية

شهدت فترة التسعينيات وبداية الألفية الثالثة اهتماماً متزايداً بالأسواق المالية من قبل المستثمرين والمحليين الماليين لما تمثّله من فرص استثمارية، وعامل هام جذب في رؤوس الأموال الأجنبية والمحليّة، ومما ساعد على ذلك اهتمام الدول النامية في تطوير العوامل التي ترى أنها تساهم بشكل أو بآخر في تطوير هذه الأسواق من حيث إزالة العقبات القانونية والمالية وتحسين المناخ الاستثماري (الزبيدي، 2001).

ومما لا شكّ فيه، أنّ فعالية الأسواق المالية تؤثر بشكل إيجابي في النمو الاقتصادي للبلد فمع هذه الأسواق يمكن للدولة الحصول على الموارد المالية، التي تحتاجها في العملية التنموية، عن طريق طرح السندات للاكتتاب العام لتمويل العجوزات، متجنباً بذلك الاقتراض الخارجي، وما يمثّله من أعباء تثقل كاهل الدولة اقتصادياً وسياسياً، وفي الوقت نفسه تكون قد أدخلت القطاع الخاص شريكاً في عملية التنمية بوساطة السوق المالي (الطاهر، 2002).

وتعمل الأسواق المالية، على تشجيع الأفراد، والمؤسسات على استثمار أموالهم في الأوراق المالية، ممّا يعود عليهم بعوائد مجزية كون هذه الأسواق يعمل لديها مختصون وأصحاب خبرات في هذا المجال، وكذلك لسهولة تحويل هذه الأوراق إلى نقود بأقل كلفة وجهد، وفي الوقت نفسه يساعد على استقرار الوضع المالي للشركات المكتتب في أسهمها بشكل أكبر من حصولها على قروض مباشرة والتي يجب دفعها مع فوائدها بوقت محدد وقد تكون في وضع مالي لا يساعد على ذلك، ف شراء الأوراق المالية من قبل الأفراد كل حسب مدخراته يؤدّي إلى تفتيت الملكية وتوزيعها بشكل كبير وعدم تركزها ممّا يجنبها الهزات المالية. وتساعد السوق المنظمة على جذب الاستثمارات الأجنبية، والتي بدورها قد تجذب معها التكنولوجيا اللازمة، وكذلك تزيد

من فعالية التسعير للأسهم، إضافة إلى حماية المستثمر من الغش والخداع من خلال الإشراف المباشر على الإصدارات، وصحة المعلومات التي تزود بها الجهات المتعاملة في السوق، ويمكن القول إنّ وجود مثل هذا السوق يساعد على تلافي الآثار التضخّمية، إذ يمكن تمويل المشروعات الاقتصادية من دون الإفراط في خلق النقود ومنح الائتمان المصرفي.

4.1.1.1 كفاءة سوق الأوراق الماليّة

وفقاً للنظرية الكلاسيكيّة، فإنّ كفاءة سوق الأوراق الماليّة تتمثّل بعدم وجود أرباح أو عوائد غير عادية في حال المنافسة. بمعنى أنّ الأسعار تمثّل القيمة الحقيقية للورقة الماليّة وبالتالي فإنّ عدم الكفاءة تعني إنحراف القيمة السوقيّة للسهم عن قيمته الحقيقية، وقد عرّف (Beaver) السوق الكفء تعريفاً اتّسم بالبساطة والوضوح واستطاع من خلاله التغلّب على التعريفات التي سبقته والتي اتسمت بالغموض.

حيث يرى بيفر أنّ سوق الأوراق الماليّة تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام من خلال المعلومات معرفة كاملة، ويتميز هذا التعريف بأنّ كفاءة السوق تتحدد في ظل مجموعة من المستثمرين تتماثل آراؤهم ومعتقداتهم كونهم يحملون المعلومات المتاحة نفسها، أي أنّ سعر السهم في السوق الكفء يعكس كافة المعلومات عن المشروع مصدر السهم، وهذا يعني أنّ فرص تحقيق عوائد غير عادية في السوق الكفء مستبعدة، وقام أيضاً (Fame) بتعريف صيغ السوق الكفء في ثلاث صيغ (القواسمي، 1990):

1 -فرض الصيغة الضعيفة والتي تعني أنّ الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي، أي أنّ درجة دقة التنبؤ بسعر السهم تكون ضعيفة كونها تعتمد على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي فقط.

2 -فرض الصيغة شبه القوية: هذه الصيغة تشمل إضافة إلى المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي، المعلومات المنشورة والمتاحة سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالوحدة نفسها وبصفة خاصة بيانات القوائم والتقارير الماليّة.

3- فرض الصيغة القوية: في هذه الصيغة تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة العامة جميعها، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة. أي أنّ الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة، وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحصل على عوائد غير عادية.

يُتضح ممّا سبق أنّ كفاءة السوق تعتمد على مدى توفير المعلومات والبيانات للمستثمرين، وتلعب المعلومات دوراً مهماً في سوق الأوراق الماليّة حيث تساعد المستثمر على اتخاذ قرارات التعامل في الأوراق الماليّة كونها تحدد العوامل المؤثّرة في القيمة السوقيّة للورقة الماليّة (القواسمي، 1990).

ويمكن القول إنّ المعلومات المتاحة وخاصة الماليّة منها تساعد المتعاملين على تحديد معدل العائد المطلوب وفقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأنّ قرارات الاستثمار في الأوراق الماليّة من القرارات الاقتصاديّة التي تتخذ في ضوء المعلومات الماليّة المنشورة.

أمّا على مستوى الاقتصاد كله فإنّ توافر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، ممّا يؤديّ إلى زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين، وزيادة حجم التعامل مؤدياً في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصاديّة. حيث تُشير الدراسات إلى أنّ أسواق الأوراق الماليّة التي تتميّز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة المشروعات وتنشيط الاقتصاد والتنمية.

وقد حاز موضوع الكفاءة على اهتمام بالغ من المستثمرين ونتيجة لذلك فقد ظهرت العديد من الدراسات التي تحدد شروط الكفاءة. وحتى يؤديّ السوق نشاطه بشكل كامل لا بد توافر شروط الكفاءة التالية وهي (الغيلاني، 1995):

1 - الكفاءة التشغيلية وتتحقّق من خلال نظام معلومات يبين المراكز الماليّة الحقيقية للشركات المدرجة في السوق، وتوافر معايير للافصاح المالي والشفافية.

- 2 -الكفاءة التنظيمية وتتطلب وجود مؤسسية في السوق، حيث يعمل السوق وفق قواعد وتعليمات واضحة ومحدّدة. وكذلك وجود رقابة فاعلة على السوق، وعلى الوسطاء العاملين فيه، إضافة إلى تغطية التشريعات وتطبيقها.
- 3 -الكفاءة في تسعير الأوراق الماليّة، من خلال المعلومات الصحيحة، المتوفرة آنياً وبأقل كلفة.
- 4 -الكفاءة الفنية، وتتحقّق من خلال تنويع الأوراق الماليّة المتداولة في السوق، وعلنية المزادات حيث تتحدّد أسعار الأوراق الماليّة وفقاً للعرض والطلب عليها بعيداً عن أهواء السماسرة والوسطاء، وكذلك المحافظة على استمرارية التعامل في الأوراق الماليّة.
- 5 -الأمان ويقصد به الحماية من المخاطر التجارية وغيرها التي قد يتعرّض لها المستثمر.

2.1.1 العوامل المؤثّرة في السوق المالي

يتناول المستثمرون أنواعاً عديدة من تحليل البيانات والمعلومات المتاحة لهم أثناء دراستهم للمنشأة والقطاع، لأخذ فكرة أوسع قبل إجراء عملية التحليل، ويركز أغلب الأشخاص على عرض التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)، والتحليل الفني (Technical Analysis)، حيث يتيح التحليل الأساسي تحليل المعلومات المتاحة عن المتغيّرات الاقتصادية، والعوامل المتعلّقة بالقطاع، والوضع المالي والأرباح المحتملة للشركة التي تلعب دوراً أساسياً في تحديد السعر الذي يباع به السهم. كما ويتيح التحليل الفني تحليل المعلومات السابقة عن الأسعار وأحجام التداول من أجل التنبؤ بالمتغيّرات التي يمكن أن تحدث لأسعار الأسهم في المستقبل، أيّ دراسة بيانات السوق أكثر من المعلومات عن الاقتصاد (الرفاعي، 1999).

وضمن مفهوم التحليل الأساسي يُعدّ الاقتصاد واتجاهاته من أهمّ العوامل المؤثّرة على الأسواق الماليّة التي تعمل ضمن هذا الاقتصاد، فكلما كانت توقعات النمو الاقتصادي جيدة وإيجابية، كانت الظروف الاستثمارية والمناخ الاستثماري أكثر ملاءمة.

وبما أنّ نشاط الشركات التي تتداول أوراقها الماليّة في السوق المالي يمثّل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي، فهذا يعني أنّ الظروف الاقتصاديّة هي التي تؤثر في السعر الذي يباع به السهم في السوق. وبذلك يتحدد السعر الذي يباع به السهم في السوق بمتغيّرين أساسيين: التدفقات النقديّة المتوقعة (Expected Cash Flows)، ومعدل العائد المطلوب (Required Rate Of Return)، وهذان المتغيّران يتحددان في ضوء الظروف السائدة داخل الشركة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أو الظروف الاقتصاديّة العامة السائدة في الدولة، التي تتأثر بدورها بالظروف الدولية(خولي،1997).

1.2.1.1 العوامل العالميّة

عُدّت الظروف والأحداث العالميّة من العوامل الرئيسيّة التي تؤثر على نشاط اقتصاد الدول وما إلى ذلك من انعكاسات مستقبلية على الأنشطة الأخرى بأنواعها كافة، وهنا يندرج تحت مسمّى الظروف العالميّة جميع المعلومات المتاحة والأحداث والحروب والتوترات في منطقة معينة، كذلك التغيّرات السياسيّة والاجتماعيّة والاقتصاديّة التي يمكن أن تحدث في تلك المنطقة، حيث تترك هذه الأحداث والتغيّرات آثاراً على اقتصادات الدول الأخرى، ويكون لها أثر واضح على حركة ونشاط الأسواق الماليّة(الرفاعي،1999).

وقد مرّت المنطقة العربيّة والأفريقيّة طوال ثلاثة عقود الماضية بالكثير من الظروف والأحداث والحروب التي أثرت في الأردن، وأدّت إلى عدم استقرار الوضع الاقتصادي والسياسي في المنطقة كلها، ومنها الحروب الخليجية الثلاثة، والأحداث التي مرّت بها فلسطين المحتلة، كل ذلك جعل أداء الاقتصاد الأردني يتراجع، وتأثرت الكثير من الشركات بخسائر مادية، وانخفض الطلب على الأوراق الماليّة، ممّا أثر سلبياً في مؤشرات سوق عمان المالي (بورصة عمان حالياً).

2.2.1.1 العوامل الاقتصاديّة المحليّة

يُعدّ السوق المالي جزءاً مهماً في اقتصاد أي دولة، وتفسّر العلاقة بينهما بالقوية، فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيفاً يكون أداء معظم الشركات ضعيفاً أيضاً، وإذا كان أداء

الاقتصاد نشطاً فإنّ معظم الشركات تكون كذلك. لذلك يعكس السوق المالي الحالة الاقتصادية في الدولة، ونظراً لارتباط السوق المالي بالحالة الاقتصادية فإنه يجب على المستثمر أن ينظر إلى حركة المتغيّرات الاقتصادية مثل: العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، الإنفاق المحلي والأجنبي، مستوى التضخم، نسبة البطالة، واتجاه أسعار الفائدة....(الخطيب، 1994). إلى الكثير من المتغيّرات الأخرى، نظراً لأثر تلك المتغيّرات في النشاط العام، ونشاط القطاع، ونشاط المنشأة العاملة في السوق المالي، حيث سيجري توضيح ذلك فيما بعد.

3.2.1.1 عوامل القطاع

تؤثر الظروف الاقتصادية العامة في الدولة على القطاعات الاقتصادية كافة، ولكن نسبة ذلك التأثير يختلف من قطاع لآخر، فالقطاعات تختلف في نسبة نموها ومدى مساهمتها في النشاطات الاقتصادية، لذلك يجب على المستثمر أن يحلّل جميع قطاعات الاقتصاد ويستثمر في القطاع المتنامي، والذي تزداد نسبة مساهمته في الناتج القومي. ومن المتغيّرات الخاصة بالقطاع والتي يجب على المستثمر أن يأخذها بعين الاعتبار: هيكل القطاع وتركيبه، نوعية الانتاج، التنظيم الحكومي، المقدرة التنافسية محلياً وعالمياً، ومحدّدات التكلفة في هذا القطاع.

4.2.1.1 عوامل الشركة

وبما أنّ الظروف الاقتصادية تؤثر في القطاعات بنسب مختلفة، فإن الشركات أيضاً تتباين فيما بينها حتى لو كانت تنتمي لنفس القطاع. لذلك يجب على المستثمر أن يقوم بتحليل المتغيّرات المالية الأساسية لتقدير قيمة الشركة، ومن أهمها: الأرباح، معدل الخصم، الإدارة، الخطورة، الوضع التنافسي للشركة، نسبة العمالة، التغيّر التكنولوجي. وثمة عوامل غير اقتصادية يعتقد أنّ لها تأثيراً مهماً على الأسعار وعلى اتجاه السوق بشكل عام كالعوامل النفسية، من هنا فإنّ على المحلل أن يدرس الظروف والملازمات النفسية جميعها التي تؤثر في المستثمرين، والعوامل النفسية يمكن أن تتحدّد بعدد من التصرفات السلوكية التي يميل المستثمرون إلى اتباعها بدافع غريزي دون الدقة في نتائجها، وهذه التصرفات هي: الولاء لبعض الأسهم، الركض وراء الجموع،

معاكسة التيار والاتجاه (التخالف)، الاكتئاب النفسي، وسلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس. فالأسواق الماليّة هي بطبيعتها عقلانية وتتمتّع بالكفاءة الذاتية إلا أنّه من وقت لآخر تسود هذه الأسواق موجات تخلق معها الفرص لأولئك الذين يملكون السرعة والشجاعة في اتخاذ القرار الحاسم.

وربما يعتقد البعض أنّ مثل هذه التصرفات لا تنطبق على جميع الأسواق الماليّة، والحقيقة هي أنّ الأسواق الماليّة في جميع أنحاء العالم تفسّر الأحاسيس والمشاعر، وتتأثر بكافة الظروف الاقتصاديّة والاجتماعيّة المحيطة بهذا السوق، وبالتالي فإنّ لهذه العوامل أثر أيضاً في بورصة عمان للأوراق الماليّة من النواحي التي سبق ذكرها كافة (الخطيب، 1994).

3.1.1 السياسة النقدية وعلاقتها بالأسواق المالية (نظرة المدارس الاقتصادية)

نتيجة للمشكلات الاقتصادية الناجمة عن عمل جهاز السوق الحر، فقد فشل هذا الجهاز في المحافظة على استقرار اقتصادات الدول النامية بشكل خاص، مما أدى بالتالي إلى ظهور الحاجة إلى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي. وكان الاقتصادي كينز (Keynes) هو أول من نادى بضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال استخدام السياسات الاقتصادية المناسبة بهدف حل المشكلات الاقتصادية وتوجيه الاقتصاد نحو الأهداف المرغوبة، بحيث يتم استخدام السياسات لمواجهة المشكلات والتقلبات الاقتصادية.

ويجمع الاقتصاديون على أهمية استخدام الحكومة لهذه السياسات وذلك من أجل التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي وخاصة عند حدوث مشكلات اقتصادية كالبطالة والتضخم. ويرى هؤلاء الاقتصاديون أن قدرة الحكومة على مواجهة مثل هذه المشكلات تعتمد بشكل رئيسي على فعالية كل من السياسة النقدية والسياسة المالية في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي.

وعلى الرغم من أن السياسة النقدية هي سياسة اقتصادية رئيسية لدى الكثير من بلدان العالم، إلا أنّ أهميتها وأدواتها المستخدمة تختلف من بلد إلى آخر باختلاف النظام الاقتصادي من جهة، وباختلاف درجة استقلالية السلطات النقدية من جهة أخرى.

وترى النظرية الكينزية (The Keynesian)، بأنّ السياسة النقديّة تؤثر في النشاط الاقتصادي؛ إذ يوجد علاقة إيجابية بين عرض النقد ومستوى النشاط الاقتصادي. ووفقاً لهذه النظرية فإنّ (سعر الفائدة) يُعدّ القناة التي يمكن من خلالها نقل أثر السياسة النقديّة بشكل مباشر إلى النشاط الاقتصادي وذلك عن طريق التحكم بعرض النقد. ذلك أنّ الزيادة في عرض النقد تعني الزيادة في السيولة وانخفاض سعر الفائدة وهذا بدوره يؤدي إلى الزيادة في العائد على الأسهم عن طريق الطلب على الأسهم وبصورة غير مباشرة وارتفاع مستوى الاستثمار في القطاعات كافة، بينما الانخفاض في السيولة يؤدي إلى انخفاض العائد على الأسهم، وتكون السيولة عالية عادة عندما يزيد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الأسهم. أما نقصان عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي فيتمثل عادة بانخفاض السيولة مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض أسعار الأسهم (أبو الهيجاء، 2004).

ومن وجهة نظر الكلاسيكيين فإنّ التكوين الرأسمالي هو مفتاح التقدم الاقتصادي وإنّ تحقيق قدر كاف من المدخرات الرأسمالية سيقود لذلك، حيث سيكون الربح هو الحافز الرئيس الذي سيدفع الرأسماليين إلى اتخاذ قرار الاستثمار حيث كلما زاد معدل الأرباح زاد معدل التكوين الرأسمالي والاستثمار، وتميل الأرباح إلى التراجع عندما تشتد حدة المنافسة بين الرأسماليين على التراكم الرأسمالي (العمر، 2004). ومن وجهة نظر الكلاسيكيين أيضاً فإنّ المتغيّرات الاقتصادية تنقسم نوعين: المتغيّرات الاسميّة والمتغيّرات الحقيقية، حيث يرى الفيلسوف ديفيد هيوم (David Hume) بأنّ هذا التقسيم للمتغيّرات له فائدة كبيرة في التحليل الاقتصادي، وذلك لأنّ القوى التي تؤثر على المتغيّرات الحقيقية ليست هي نفسها التي تؤثر في المتغيّرات الاسميّة. حيث يرى هيوم بأنّ المتغيّرات الاسميّة في أيّ اقتصاد تتأثر بشدة بالتطوّرات في نظام النقد في ذلك الاقتصاد، بينما هذا ليس له صلة وثيقة بالمتغيّرات الحقيقية. فالإنتاج من السلع والخدمات في الاقتصاد كمتغيّر حقيقي يعتمد على مستوى الإنتاجية وعلى عرض عوامل الإنتاج، وسعر الفائدة الحقيقي يتكيف لموازنة العرض والطلب على القروض، والأجر الحقيقي يتكيف لموازنة الطلب والعرض من العمالة، وهذا ليس له صلة بكمية

النقود المعروضة، فتغيرات عرض النقد حسب هيوم تؤثر في المتغيّرات الاسميّة وليس المتغيّرات الحقيقية. فعندما يضاعف البنك المركزي عرض النقد مرتين فإن المتغيّرات الاقتصادية الاسميّة كمستوى الأسعار ومستوى الأجور وغيرها تتضاعف مرتين تاركة المتغيّرات الحقيقية كالإنتاج والعمالة والأجور الحقيقية وأسعار الفائدة الحقيقية كما هي في الفترة الطويلة، وهذا ما يسمّى بحيادية النقود (Monetary Neutrality)، أمّا في الفترة القصيرة فإن المتغيّرات الاقتصادية الاسميّة تسبّب تذبذبات في المتغيّرات الاقتصادية الحقيقية خلال فترة التكيف (العبيدي، 2004).

ويرى أنصار نظرية المحفظة الماليّة (The Portfolio Theory) أنّ تأثير تغيّر عرض النقد في الاستثمار لا يكون مباشراً. فزيادة عرض النقد تخلق حالة من عدم التوازن في المحافظ الاستثمارية للأفراد، حيث تحتوي هذه المحافظ الاستثمارية عادة على النقود والأسهم والسندات والسلع الرأسمالية والسلع المعمرة وغيرها. إنّ زيادة عرض النقد تشعر هؤلاء الأفراد بأن لديهم فائضاً من النقود مقارنة مع الأصول الأخرى، وهذا يشجعهم على الإحلال بين الأصول للعودة إلى حالة التوازن في المحافظ الاستثمارية عن طريق شراء أسهم وسندات مثلاً. وهذا بدوره يعني زيادة الاستثمار في قطاعات الاقتصاد كافة ممّا يؤثّر إيجاباً في النشاط الاقتصادي (الرفاعي، 1999).

ويرى أيضاً النقديون (The Monetarists)، من مدرسة شيكاغو وعلى رأسهم ميلتون فريدمان (Milton Friedman) أنّ المخزون من النقود هو المحرّك الرئيس للنظام الاقتصادي، وأنّ تغيّر عرض النقد له تأثير على مستوى الأسعار ومستوى النشاط الاقتصادي في الفترة القصيرة، حيث تُعرّف السيولة بمفهومها الواسع على أنّها مجموع النقد المتوفر للاستثمارات في السوق المالي والاقتصاد كله، فالزيادة في النقد تؤدي إلى الزيادة في الشراء ثمّ الزيادة في الطلب على السلع وإلى زيادة الأرباح ممّا ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم (ديات، 2004).

وقد اعتمد النقديون في آرائهم إلى النتائج التي توصّل إليها فريدمان في دراسته حول التطوّر النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1867-1960)، التي

تبيّن بأنّ التغيّرات في عرض النقد هي التي تسبّب بشكل رئيسي التغيّرات في مستوى الدخل القومي (ديات، 2004).

أمّا بالنسبة للأرقام القياسية للأسعار، وأسعار الفائدة، ومالها من تأثير على اتجاهات وتحركات المتغيّرات داخل السوق المالي حيث يعد تضخم الأسعار ذا أهميّة كبيرة في الأسواق الماليّة، فهو يتيح للمشاركين في السوق التمييز بين العائد النقدي (Nominal) والعائد الحقيقي (Real). فالناس في العصر الحديث يتبادلون أشياءهم بالنقود، وفي حالة الاستثمار فإنهم يبادلون نقوداً حالية بنقود مستقبلية تحقّق فرقاً يسمى العائد النقدي. ولكن إذا كانت الأسعار تتغير فإنّ العائد النقدي لا يكون مقياساً جيداً للعائد الحقيقي، ولذلك فإنّ تغيرات الرقم القياسي العام للأسعار مهمة في تحديد تحركات المؤشر العام لأسعار الأسهم. إنّ من المناسب أن نقول إنّ المستثمرين يكونون أكثر اهتماماً بالعائد الحقيقي وليس بالعائد النقدي، طالما أنّ العائد الحقيقي هو الذي يقيس التحسن الذي أحرزه من جراء الاستثمار بعد استبعاد تغيّر الأسعار. أمّا العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في الأجل القصير فإنها تقتضي أنّ يكون عائد الأسهم عالياً نسبياً عندما يكون التضخم مرتفعاً، ومنخفضاً نسبياً عندما يكون التضخم متدنياً. وسبب ذلك هو أنّ الأسهم تُعدّ حقوقاً على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموماً (Bulmash and Trivoli, 1991).

أمّا بالنسبة لأسعار الفائدة فإنّ ارتفاعها يؤدّي إلى انخفاض أسعار الأسهم بسبب انخفاض الطلب على الأسهم والعكس صحيح، طالما أنّ سعر الفائدة هو معدّل الحسم الذي يستعمل لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة من السند.

الفصل الأوّل

المبحث الثاني: مساهمة قطاع الصناعة في الاقتصاد الأردني

1.2.1 مقدمة عن قطاع الصناعة وتطوّره

بدأ الاهتمام بقطاع الصناعة الأردني في بداية عام 1950، من أجل رفع المستوى المعيشي للأفراد. وقد كانت البداية من قبل القطاع العام، وذلك نتيجة لضعف القطاع الخاص في تلك الفترة، وقلة إمكانياته المتوفّرة، بالإضافة لوجود الكثير من المخاوف وارتفاع درجة المخاطرة لدى القطاع الخاص من دخول هذا المجال.

وقد قامت الحكومة بتكريس جهودها للاستفادة من الموارد الطبيعية المتاحة، حيث باشرت في تلك الفترة باستخراج الفوسفات من منطقة الحسا والرصيفة، والبتواس من البحر الميت. كما تمّ إنشاء مصنع لإنتاج السوبر فوسفات، ومصفاة للبتروول، ومصنع للمنسوجات، ومشروع لدباغة الجلود. ومن الناحية التشريعيّة فقد أصدرت الحكومة قانون تشجيع وتوجيه الصناعة رقم 27 لعام 1955، حيث بلغ عدد المشاريع الصناعيّة التي منحت الإعفاء من جميع أو بعض الضرائب والرسوم خلال مدة نفاذ القانون حوالي (97) مشروعاً صناعياً (الساكت، 2000).

وبعد ذلك وضعت الحكومة برامج عديدة للتنمية الاقتصاديّة، تمّ فيها دعم القطاع الصناعي باعتباره الركيزة الأساسية للنمو الاقتصادي، كان أولها برنامج السنوات الخمس للتنمية الاقتصاديّة (1963-1967)، حيث تضمن البرنامج إنفاق (22.8) مليون دينار على تنمية الصناعة والتعدين، يشارك القطاع الخاص بقيمة (12.1) مليون دينار. وهناك برنامج السنوات السبع للتنمية الاقتصاديّة (1964-1970)، والذي تضمّن إنفاق مبلغ (47.1) مليون دينار على تنمية قطاع الصناعة والتعدين، يشارك القطاع العام فيه بمبلغ (13.4) مليون دينار ويشارك القطاع الخاص بالمبلغ الباقي (33.7) مليون دينار. وقد توقف العمل بهذا البرنامج نتيجة حرب حزيران واحتلال الضفة الغربيّة عام 1967. ثم استأنف الأردن نشاطه التخطيطي بوضع الخطة الثلاثيّة (1973-1975)، حيث تضمّنّت هذه الخطة إنفاق (26.1) مليون دينار على تنمية القطاع الصناعي،

يتملّ القطاع العام (5.8) مليون دينار، ويتملّ القطاع الخاص المبلغ الباقي (20.3) مليون دينار. بعد ذلك تمّ تبني خطة خمسية للفترة (1976-1980)، حيث يُقدّر حجم الاستثمار في قطاع الصناعة خلال سنوات الخطة (317) مليون دينار، منها (60) مليون دينار مساهمة القطاع الخاص، و (16) مليون دينار مساهمة القطاع العام و (241) مليون دينار تشمل استثمارات الشركات المختلطة (التي يساهم فيها كلا القطاعين العام والخاص).

وقد هدفت خطة التنمية الصناعيّة للفترة (1981-1985) إلى زيادة القيمة الإجمالية لاستثمارات القطاع الصناعي لتصل إلى (759) مليون دينار. بحيث تكون مساهمة القطاع الخاص والقطاع المختلط (العام والخاص) (716) مليون دينار، ومساهمة القطاع العام (42) مليون دينار، ولكن الأرقام الفعلية للاستثمار في القطاع الصناعي لفترة الخطة بلغت (599) مليون دينار، كانت مساهمة القطاع الخاص والقطاع المختلط (540) مليون دينار، ومساهمة القطاع العام (58.4) مليون دينار.

وتوالى الخطط الخمسية بعد ذلك حتى نهاية الثمانينيات، حيث تمّ الاتجاه إلى أسلوب آخر لمعالجة المشاكل الاقتصادية ولدعم النمو الاقتصادي، وكان ذلك من خلال أسلوب برامج التصحيح الاقتصادي بمساندة مؤسسات التمويل الدولية، حيث تمّ العمل بهذا البرنامج في عام 1989 وما زال العمل مستمر به لغاية الآن.

وتجدر الإشارة إلى أنّ ما جاءت به برامج التصحيح الاقتصادي من أهداف، كانت تتضمن أهداف خطط التنمية الاقتصادية السابقة، والفرق الأساسي بين برامج التصحيح الاقتصادي وخطط التنمية، هو أنّ خطط التنمية لم تطبق على أرض الواقع، حيث لم تلتزم الحكومات الأردنيّة بتلك الخطة، في حين أنّ الحكومات الأردنيّة تلتزم بتنفيذ سياسات برامج التصحيح الاقتصادي والاجتماعي، وذلك لوجود مراقبة من قبل صندوق النقد الدولي والذي كان يتابع التنفيذ عن طريق إرسال وفود لتدقيق مستوى الانجاز، والفرق الآخر هو أنّ خطط التنمية كانت أوسع وأشمل للقضايا الاقتصادية والاجتماعيّة، من تلك التي احتوتها برامج التصحيح الاقتصادي، التي تضمنت إجراءات وسياسات أكثر تحديداً ودقة يلزم إتباعها من قبل الحكومة (الساكت، 2000). ونتيجة لدور قطاع

الصناعة القيادي في النمو الاقتصادي، فقد حظي بعناية خاصة من قبل الحكومة في جميع برامج التصحيح الاقتصادي المتتابعة، من خلال تطوير البنية التحتية وتهيئتها بشكل سليم، بالإضافة إلى خلق الثقة في الاقتصاد الأردني من أجل جلب الاستثمارات التي تُعزّز دور القطاع الصناعي في النمو الاقتصادي، ومنع هروب رؤوس الأموال للخارج.

ومن جوانب الاهتمام الحكومي أيضاً بقطاع الصناعة الأردني، تمّ إنشاء مؤسسة المدن الصناعيّة عام 1980 التي تعمل على إنشاء المجمعات الصناعيّة، وتجهيزها بالخدمات الضروريّة اللازمة لإقامة الصناعات المختلفة مثل (الصناعات النسيجيّة، صناعة الأغذية والملابس، الصناعات الكهربائيّة، صناعة الكرتون، صناعة الألمنيوم). ومن مزايا إقامة المدن الصناعيّة أنّها تؤدي إلى تطوير المناطق المحيطة بها وتنميتها. كما أنّها تساهم في خلق مناخ استثماري مناسب، وقد تمّ إنشاء عدة مدن صناعية في الأردن منها: مدينة سحاب الصناعيّة في عمان، ومدينة الحسن الصناعيّة في اربد، ومدينة الملك عبد الله الثاني الصناعيّة في الكرك وهناك أيضاً مدن أخرى تحت الإنشاء. وهناك العديد من المؤسسات والدوائر العامة ذات العلاقة في القطاع الصناعي تقف على رأسها وزارة الصناعة والتجارة، والتي تقوم بدور إداري، وتنظيمي، ورقابي، على قطاع الصناعة الأردني. كما تمّ استحداث دائرة خاصة باسم التنمية الصناعيّة في وزارة الصناعة والتجارة، تهدف إلى تنمية وتطوير ودعم قطاع الصناعة في الأردن. بالإضافة إلى إنشاء مؤسسة تشجيع الاستثمار التي تعمل على تحفيز النشاط الاستثماري داخل المملكة في حين تعمل مؤسسة المواصفات والمقاييس على مطابقة المنتجات الصناعيّة للمواصفات والمعايير الأردنيّة والدوليّة بهدف المحافظة على جودة المنتج الصناعي. كما تعمل مؤسسة التدريب المهني بتدريب وتأهيل الكوادر البشرية، لرشد القطاع الصناعي بالعمالة المدربة. وتعمل مؤسسة البيئة على إحداث تنمية مستدامة خالية من الأضرار البيئية الناجمة عن القطاع الصناعي. وتضطلع مؤسسة تنمية الصادرات والمراكز التجارية" بالبحث عن أسواق جديدة للصناعات الأردنيّة. كما أنّ للقطاع الخاص من خلال غرفة الصناعة والتجارة، دوراً متكاملًا مع القطاع العام في

تطوير قطاع الصناعة في البحث عن أسواق جديدة. ويبدو أنّ الحكومة مستمرة في دعمها للقطاع الصناعي من خلال العمل على تحسين جودة المنتج الصناعي، والعمل على فتح أسواق جديدة للمنتجات الأردنيّة من خلال الانفتاح على العالم الخارجي.

1.1.2.1 مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

عُدّت نسبة مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي من المؤشّرات الدالة على التطوّر الصناعي باعتباره أحد مقاييس التصنيع، ويرى بعض الاقتصاديين أنّ البلد يعد مصنعاً إذا ما بلغت مساهمة الناتج الصناعي حوالي 25% من الناتج القومي الإجمالي على أن يكون دور الصناعة التحويليّة واضحاً بما يقارب 60% من مجمل مساهمة القطاع الصناعي (العمر، 2004).

وتبيّن الأرقام الواردة في الجدول (1) أنّ الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ارتفع من (209) مليون دينار عام 1978 إلى (883) مليون دينار عام 2007، أي بمتوسط معدل نمو مقداره (10.4%)، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بمعدل النمو لسنوات لاحقة، حيث بلغ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للأعوام (2003_1996) (9.7%) و (10.3%) (10.2%) (10%) (10.6%) (10.4%) (10.3%) (10.4%) على التوالي.

أمّا بالنسبة لمعدلات نسبة مساهمة مختلف القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفترة (1978-2007)، فقد بلغت معدلات مساهمة قطاع الزراعة في الناتج المحلي الإجمالي (5%) ولقطاع الصناعة بشقيه الإستخراجي، التحويلي وقطاع إنتاج الطاقة (20.59%) ولقطاع الإنشاءات (6.12%) ولقطاع الخدمات (66.33%) خلال الفترة (1978-2007). ويلاحظ من الجدول رقم (1) بأنّه ليس هناك من اتجاه محدود لنسب مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فهي في تذبذب من عام إلى آخر، فبعد أن كانت نسبة مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي عام 1986 (17.2%)، ارتفعت عام 1994 إلى (25.3%)، وحقّقت النسبة الأعلى للقطاع الصناعي في خلال فترة الدّراسة. ويعود ذلك لأهميّة هذا القطاع وللخطط الموضوعية لزيادة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، نظراً

لأهمية كقطاع رائد لعملية التنمية الاقتصادية، وانخفضت هذه النسبة عام 2000 لتصل إلى (20.7%) وإلى (20.2%) عام 2003 ثم ارتفعت عام 2007 إلى (23.7%).

وبلاحظ في الجدول (1) وجود نسب مرتفعه ومنخفضة لمعدلات التغيّر النسبي في قيمة الناتج المحلي الإجمالي، ومعدلات نسب مساهمة القطاعات الأخرى في تكوين هذه الأهمية التي يعزى سببها بشكل رئيسي للظروف الاقتصادية التي يعيشها الاقتصاد ومدى تأثره بالظروف الاقتصادية المحيطة والعالمية، ومن النسب التي يجب الوقوف عندها هي ارتفاع معدل التغيّر النسبي للناتج المحلي الإجمالي في عام 1986 ليلبلغ (127%) كمعدل نمو حقيقي، ويمكن تحليل ذلك من خلال نشاط القطاعات الاقتصادية، حيث كان الأردن يتمتع بقطاع خدمات نشط في تلك الفترة، ويُعدّ من أقوى القطاعات الاقتصادية مساهمة في استقطاب رؤوس الأموال للاستثمار في قطاع الخدمات السياحية، والعلاجية والفندقية وتوفير العملات الصعبة خاصة بعد أن أصبح الأردن من البلدان السياحية المدرجة على الخارطة العالمية للسياحة.

ويمكن القول أنّ هنالك مجموعة من العوامل والأسباب التي كان لها دور رئيس في ارتفاع نسبة مساهمة قطاع الصناعة في الناتج المحلي الإجمالي عام 1994 بمعدل بلغ (25.3)، كان أبرزها خروج الأردن من حالة الأزمة الاقتصادية الخانقة التي تحملها بعد حرب الخليج الأولى 1991، حيث تبنت الحكومة بعد هذه الفترة سياسة إصلاحية شاملة استكمالاً لبرامج الإصلاح الاقتصادي والاجتماعي، وما تبعها من تهيئة للمناخ الاستثماري وجلب الاستثمارات من الخارج، تخللها زيادة رؤوس الأموال المستثمرة، وارتفاع معدلات عرض النقد والسيولة النقدية، الأمر الذي عزّز وخلق الثقة بالاقتصاد الأردني من جديد، وكانت بؤادر الانفتاح على العالم الاقتصادي واضحة من خلال دخول الأردن في عضوية الكثير من المنظمات الاقتصادية وتوقيع الاتفاقيات التجارية، والتي من ضمنها انضمام الأردن إلى منظمة التجارة العالمية عام 1997 وتوقيع اتفاقية المناطق الصناعية المؤهلة واتفاقية الشراكة بين الأردن والاتحاد الأوروبي واتفاقية إقامة منطقة تجارة حرة عربية كبرى عام 1997، والكثير من الاتفاقيات التجارية.

جدول (1)

مساهمة القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد الأردني

JD million وحدة قياس

خلال الفترة (1978-2007) وبالأسعار الثابتة (1995=100)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	التغير النسبي %	قطاع الزراعة	النسبة المئوية %	قطاع الصناعة	النسبة المئوية %	قطاع الإنشاءات	النسبة المئوية %	قطاع الخدمات	النسبة المئوية %
1978	209.9	-	12.09	5.7	43.54	20.7	22.56	10.7	131.59	62.7
1979	214.1	102	14.91	6.9	44.53	20.8	24.03	11.2	130.55	60.9
1980	222.2	103	17.26	7.7	45.82	20.6	24.25	10.9	134.85	60.6
1981	240.5	108	13.18	5.4	52.95	22.02	25.54	10.6	144.59	60.1
1982	251.6	104	17.56	6.9	54.96	21.8	26.21	10.4	152.75	60.7
1983	254.1	101	22.49	8.8	49.65	19.5	25.93	10.2	155.97	61.3
1984	259.4	102	19.44	7.4	56.05	21.6	25.04	9.6	158.79	61.2
1985	265.9	102	22.69	8.5	55.08	20.7	21.81	8.2	166.29	62.5
1986	338.9	127	24.25	5.4	58.58	17.2	27.59	8.1	234.28	69.1
1987	351.3	103	20.59	6.9	63.02	17.9	24.13	6.8	239.61	68.2
1988	342	97	18.84	6.1	59.35	17.3	21.29	6.2	240.73	70.3
1989	295.9	86	22.11	6.3	60.94	20.5	15.26	5.15	195.66	66.1
1990	280.3	94	19.85	7.8	68.63	24.4	13.74	4.9	175.71	62.7
1991	275.7	98	24.11	7.2	60.43	21.9	14.31	5.1	181.03	65.6
1992	302	109	25.94	7.9	57.85	19.16	16.84	5.5	203.11	67.2
1993	326	107	20.18	7.9	54.87	17.9	19.08	5.8	222.46	68.2
1994	369.5	113	20.18	5.4	93.82	25.3	30.72	8.3	241.98	65.4
1995	415.4	112	22.43	5.4	88.06	21.2	34.47	8.2	270.4	65.1
1996	403	97	21.36	5.3	87.04	21.6	31.42	7.7	262.32	65.1
1997	418.3	103	13.518	3.2	82.89	19.8	20.43	4.8	301.35	72.05
1998	430.1	102	12.79	2.9	89.74	20.8	17.28	4.01	310.21	72.1
1999	431	100	10.202	2.3	92.003	21.3	15.42	3.5	313.28	72.7
2000	458.8	106	10	2.2	95.23	20.7	15.05	3.2	338.48	73.7
2001	480.5	104	9.93	2.12	95.03	19.8	14.81	3.08	337.18	70.1
2002	499.7	103	13.05	2.06	101.05	20.22	19.83	3.96	365.73	73.19
2003	519.7	104	16.03	3.61	105.07	20.21	23.83	4.58	374.73	72.11
2004	630.2	121	24.01	3.08	120.06	19.05	29.04	4.6	437.02	69.3
2005	718.6	114	29.55	4.1	145.03	20.18	32.09	4.4	456.79	63.5
2006	795.7	110	31.02	3.8	176.01	22.12	35.07	4.4	523.52	65.8
2007	883.9	111	38.36	4.3	210.08	23.76	40.13	4.5	585.26	66.2
المجموع		3043		163.09		620.02		198.58		1993.8
الوسط الهندسي		10464%		500%		2059%		612%		6633%

المصدر:

- البنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية، (1964-1989) ص58.
- البنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية، 2007.
- % الأهمية النسبية للقطاع في الناتج المحلي الإجمالي.

-تم حساب الوسط الهندسي من قبل الباحث. الوسط الهندسي (The Geometric Mean) لمجموعة من القيم = الجذر النوني (لحاصل ضرب القيم)

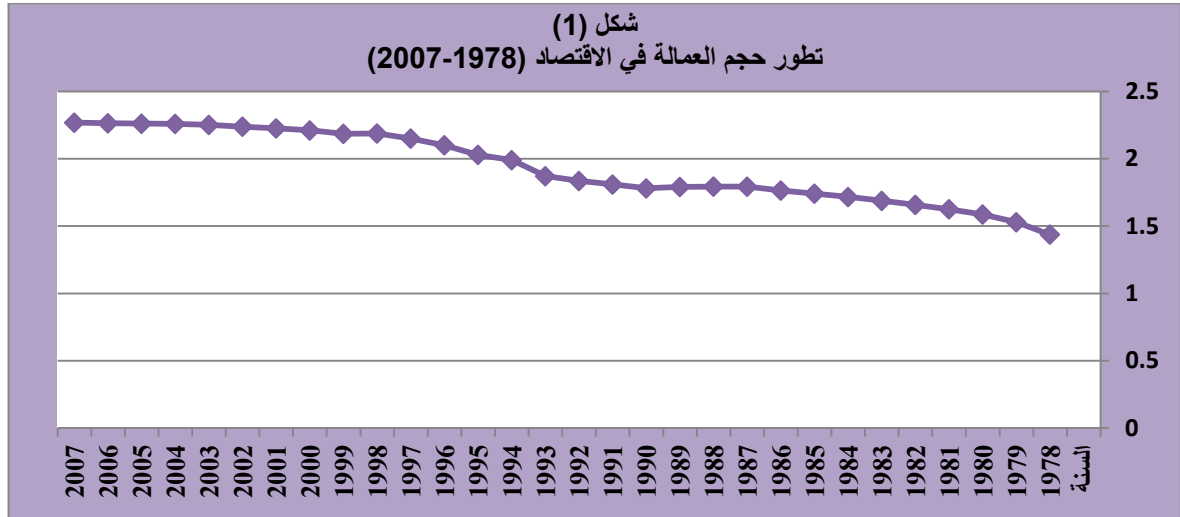
$$GM_{\bar{x}} = \sqrt[n]{x_1 x_2 x_3 \dots x_n}$$

2.1.2.1 تطوّر العمالة الصناعيّة في الاقتصاد الأردني

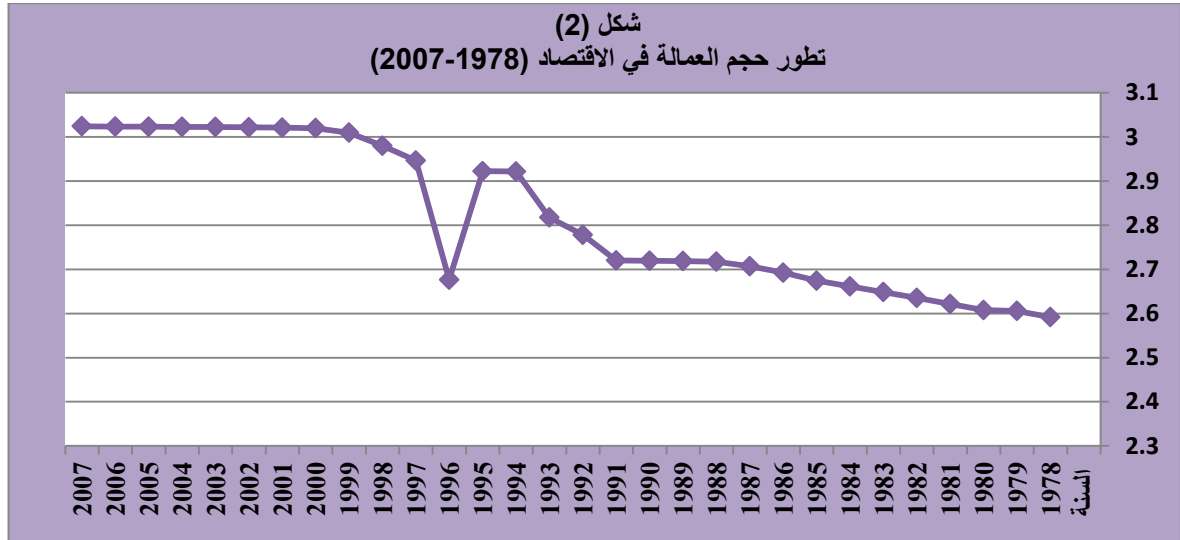
يوضّح الجدول (2) والشكل (2) تطوّر قوة العمل في قطاع الصناعة الأردني خلال الفترة (1978-2007)، والتغيّرات التي طرأت عليه، ويظهر أنّ العمالة الصناعيّة قد زادت من (27.4) ألف عامل عام 1978 إلى (185.4) ألف عامل عام 2007 بمعدل نمو سنوي مقداره (10.6%).

ويلاحظ من الجدول أنّ العمالة الصناعيّة قد حقّقت معدلات نمو مرتفعة خلال فترة الدّراسة، باستثناء الأعوام 1989، 1990، 1999 بسبب ظروف الأزمة الخليجية الثانية حيث بلغت معدلات النمو السنويّة (9.9%، 9.7%، 9.9%) على التوالي ووصل أعلى معدل نمو للعمالة الصناعيّة عام 1994 حيث بلغ (13.1%) في حين ارتفعت نسبة العمالة الصناعيّة إلى مجمل العمالة في الاقتصاد الوطني من (7.0%) عام 1978 إلى (17.52%) عام 2007 وبأهميّة نسبية بلغت (12.79%) بالمتوسط خلال الفترة (1978-2007). وبشكل عام فإنّ العمالة الصناعيّة قد نمت خلال الفترة (1978-1988) بمعدل نمو سنوي مقداره (10.8%) كنتيجة لتوسّع الإنتاج الصناعي وزيادة عدد المؤسسات والمصانع، وفي الفترة (1988-1998) ارتفع معدل النمو بشكل طفيف ليصل إلى (10.9%) نتيجة رواج السلع الصناعيّة الأردنيّة لاسيما الأغذية الدوائية التي كانت تصدر إلى أسواق الدول الشقيقة، على الرغم من اندلاع حرب الخليج عام (1991) مما كان له الأثر على عرض العمل في الأردن، وعودة القوى العاملة الأردنيّة من دول الخليج وهجرة العراقيين إلى الأردن، الأمر الذي أدّى إلى زيادة حجم العمل في قطاع الصناعة في المملكة خلال تلك الفترة وبنسب مرتفعة تدريجيّاً إلا أنّ هذا المعدل لم يرتفع بنسب عالية خلال الفترة (1998-2007) وقد بلغ معدل النمو في قطاع العمل ما يقارب (10.2%) مقارنة مع الفترات السابقة. وبالرغم من كل الظروف التي عصفت بالمنطقة خلال فترة الدّراسة، يُعدّ قطاع الصناعة ثاني أكبر القطاعات استيعاباً لقوّة العمل بعد قطاع الخدمات، حيث أسهم بشكل كبير في علاج البطالة التي كان يعاني منها الاقتصاد الأردني، وحقّق نسبة مساهمة

عالية من مجمل متوسط العمالة في الاقتصاد للفترة (1978-2007) بلغت (13.12%).



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (2)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (2)

جدول (2)

تطوّر مجمل العمالة الصناعيّة ومعدلات النمو السنويّة، خلال الفترة (1978 - 2007)

السنة	مجمّل العمالة في الاقتصاد	معدل النمو السنوي %	عدد العاملين في قطاع الصناعة	معدل النمو السنوي %	نسبة العمالة الصناعيّة لمجمّل العمالة
1978	390.7	-	27.4	-	7
1979	403.5	103	33.8	123	8.3
1980	405.3	100	38.6	114	9.5
1981	418.4	103	42.2	109	10.1
1982	431.8	103	45.5	107	10.6
1983	445.3	103	48.7	107	10.9
1984	458.5	102	52	106	11.3
1985	472.3	103	55.1	105	11.6
1986	492.5	104	58.1	105	11.8
1987	509.3	103	62.1	106	12.1
1988	521.8	102	62.2	100	11.9
1989	523.5	100	61.8	99	11.9
1990	524.2	100	60.3	97	11.5
1991	525	100	64.4	106	12.2
1992	600	114	68.4	106	11.4
1993	657.2	109	74.3	108	11.3
1994	834.8	127	97.7	131	11.7
1995	836.2	100	107	109	12.8
1996	474.7	56	126	117	14.4
1997	884	186	141.4	112	15.9
1998	954.9	108	154.1	108	16.2
1999	1022.9	107	153.2	99	14.9
2000	1047.3	102	162.3	105	15.5
2001	1049.6	100	168.3	103	16.03
2002	1051.6	100	173.3	102	16.47
2003	1053.7	100	178.5	103	16.94
2004	1054.2	100	181.6	101	17.22
2005	1054.8	100	182.1	100	17.26
2006	1055.6	100	183.5	100	17.38
2007	1057.9	100	185.4	101	17.52
المجموع	21211.5	3035	3049.3	3089	393.62
الوسط الهندسي		10321%		10628%	1279%

المصدر:

- البنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنويّة (1964-1999) ص 58.
- وزارة العمل، التقارير السنويّة (1995-2000).
- دائرة الإحصاءات العامة، مسح العمالة والبطالة، تشرين ثانٍ 2001.
- دائرة الإحصاءات العامة، مسح الاستخدام 2007.

3.1.2.1 تطوّر الإنتاج الصناعي وأثره على التجارة الخارجيّة

اعتمدَ الكثير من الدول خاصة الدول النامية على اعتماد استراتيجيات جديدة في التصنيع وتطوّر الإنتاج الصناعي، وذلك لكون هيكل الإنتاج وهيكل الواردات يُعدان من أهمّ العوامل المؤثّرة في التجارة الخارجيّة. إذ إنّ هيكل السلع المستوردة يتأثر في استراتيجيه التصنيع المعتمدة، وعند اعتماد استراتيجية إحلال الواردات فإنّ اختيار الفروع الإنتاجية الجديدة في المراحل الأولى تعتمد على مستوى الطلب المحلي القائم على السلع الاستهلاكية المستوردة التي تمتاز بسهولة صنعها، وقلة متطلباتها الرأسماليّة، وينعكس هذا التغيّر في اتجاه النشاط الإنتاجي المحلي على هيكل الواردات ذلك من خلال التحوّل من استيراد السلع الاستهلاكية نحو استيراد السلع الوسيطة والإنتاجية، وفي المرحلة الثانية من تنفيذ إستراتيجية إحلال الواردات الصناعيّة ينمو استيراد السلع الوسيطة والإنتاجية حيث تشير بعض الدراسات إلى أنّ الواردات من السلع الوسيطة والرأسمالية تُشكّل نسبة مرتفعة من مجمل الاستيراد لدى الدول النامية التي تهذّف إلى تحقيق التصنيع (حميدات، 1994).

وسيقود تطوّر الإنتاج الصناعي إلى تغيّر هيكل التجارة الخارجية بما يساير نمو الناتج الصناعي من خلال دعم القدرة الاستيرادية لمواجهة متطلبات عملية التصنيع الاعتيادي (الحموري، 1996) لاعتبارين: الأوّل يتمثل في أنّ مدخلات عمليّة التصنيع غالباً ما تحتاج إلى الواردات، أمّا الثاني فهو يتعلّق بمرونة الطلب الدخليّة التي تكون عالية على السلع الكماليّة المستوردة في الدول النامية.

وإنّ هيكل الصادرات يتأثر أيضاً بنوع الاستراتيجية المعتمدة في التصنيع، حيث تُعدّ القرارات المحدّدة لمدى التوسع في الصناعات التصديرية ذات أهميّة خاصة في استراتيجية التصنيع المنفذة حيث تعتمد طريقة الإنتاج على كثافة الموارد المتاحة في الدولة، فالدول التي تتصف بكثافة عنصر العمل غالباً ما تتجه صناعات التصدير فيها باتجاه السلع كثيفة العمل ومثال على ذلك: كوريا الجنوبية.

ومن جانب آخر فإنّ هيكل الصادرات يعتمد على مرحلة تطبيق استراتيجية التصنيع، حيث يتمّ التركيز على الصناعات الاستهلاكية التي تمتاز باستخدام تكنولوجيا

بسيطة، وهذا يعكس دور التصنيع في تطوير تركيب الهيكل السلعي للصادرات بزيادة الصادرات غير الزراعية من إجمالي الصادرات، وفضلاً عن ذلك فإنّ تنويع هيكل الصادرات يعتمد بشكل أساسي على تنويع الإنتاج الذي يعتمد هو الآخر بشكل كبير على القدرة التصنيعية للدول المعنية وتطوّر الجهاز الإنتاجي الصناعي وتنوعه داخل تلك الدولة المعنية أي أنّ اتساع نطاق التصنيع سيقود إلى تغيير هيكل الصادرات من صادرات أولية زراعية وتعدينية إلى صادرات مصنّعة والتي يعتمد تنوعها باتساع نطاق التصنيع في الدولة المعنية (حميدات، 1995).

وإنّ التوسع في حجم الصادرات الصناعيّة وتنوعه والذي يعكسه ارتفاع نسبة الصادرات الصناعيّة من إجمالي الصادرات يُعدّ مؤشر من مؤشّرات التطوّر الصناعي، حيث يعكس زيادة الكفاءة الإنتاجيّة للقطاع الصناعي سواء من حيث انخفاض الكلفة أم من حيث ارتفاع الجودة والمواصفات النوعيّة التي تؤهلها لمواجهة المنافسة في السوق العالمية، كما وتعكس في الوقت ذاته انخفاض الأهميّة النسبيّة للصادرات من السلع الأوليّة وزيادة الأهميّة النسبيّة للصادرات الصناعيّة من إجمالي الصادرات وتحقيق حالة من الاستقرار في عوائد الصادرات (العباسي، 2003).

وتلعب الصادرات الصناعيّة في أي بلد دوراً مهماً في مجال تحقيق وفر من العملات الأجنبية لتمويل المستوردات من السلع الإنتاجيّة والاستهلاكيّة، وخفض العجز في الميزان التجاري وتقليل الاعتماد على القروض والمساعدات الخارجيّة.

ويلاحظ من الجدول (3) التطوّر والتغيّرات في هيكل التجارة الخارجية الأردني خلال الفترة (1978-2007) ونرى من خلال الأرقام تذبذب قيمة الصادرات الصناعيّة ومعدلات نموها فقد زادت الصادرات الصناعيّة من (11.3) مليون دينار عام 1978 إلى (198) مليون دينار عام 2007 أي بمعدل نمو سنوي مقداره (10.97%)، ورافق ذلك ارتفاع وتذبذب في مساهمة الصادرات الصناعيّة من مجمل الصادرات الوطنيّة حيث بلغت النسبة (46%) عام 1978 وارتفعت إلى (48.7%) عام 2007. وكانت أعلى نسبة لقيمة الصادرات الصناعيّة في إجمالي الصادرات الوطنية عام 1984 حيث بلغت (89.4%)، وأعلى معدل لنمو الصادرات الصناعيّة كان في نفس العام (1984) حيث

بلغ (179%)، وتشير الأرقام السابقة إلى أنّ الصادرات الصناعيّة تشكل القسم الأغلب من الصادرات الأردنيّة، كما ويلاحظ أنّ قيمة الصادرات الصناعيّة بالعملات الصعبة كانت تغطي ما نسبته من (11.5%) إلى (20.3%) من نسبة المستوردات الإجمالية للأردن خلال الفترة (1978-2007)، وبمتوسط سنوي بلغ (19.6%)، ويشير الجدول (4) إلى وجود تذبذب في نسبة تغطية الصادرات الصناعيّة للمستوردات حيث كانت خلال الفترة (1978-1987) منخفضة وكانت في المتوسط (16.34%) ويعود ذلك لأسباب عديدة منها حالة الركود التي كان يعيشها الاقتصاد بشكل عام وقطاع الصادرات بشكل خاص بالإضافة إلى انخفاض معدل الاستثمار الأجنبي في تلك الفترة، وانخفاض معدل التسهيلات الائتمانيّة الممنوحة من قبل البنوك للمؤسسات الاقتصاديّة، فضلاً عن تركيز الصادرات الأردنيّة في المواد الأوليّة والمواد الخام. أمّا في الفترة (1997-1988) فقد ارتفعت النسبة لتصل إلى (22.01%) في المتوسط، حيث أعدت الحكومة استراتيجيات عديدة للإصلاح الاقتصادي، هدفها تطوير الإنتاج الصناعي، وإعادة هيكلة التجارة الخارجية، ودعم سياسة إحلال الصادرات محل الواردات، كما شهد الاقتصاد الأردني حالة انتعاش عام 1993 بعد دخول العديد من الاستثمارات من الخارج بعد أزمة الخليج الأولى، لوحظ فيها ارتفاع مستوى الصادرات وتحديداً الصادرات الصناعيّة. وفي الفترة (1997-2007) فقد وصلت النسبة لتبلغ (20.9%) في المتوسط حيث أن التوسع في التجارة الخارجية ودخول السوق الأردني للأسواق العالمية ساعد في تطوّر قطاع الصناعة، وارتفاع معدلات الصادرات الصناعيّة، وهذا يعني أنّ الصادرات الصناعيّة قد أسهمت بشكل واضح في تغطية المستوردات الإجمالية خلال (1978-2007).

ويبيّن الجدول (3) هيكل المستوردات الرأسماليّة والوسيطة حيث زادت المستوردات الرأسماليّة والوسيطة من (204) مليون دينار عام 1978 إلى (429) مليون عام 2007، أي بمعدل نمو متوسط قدره (11.1%) في حين شكلت المستوردات الرأسماليّة الوسيطة ما نسبته (20.8%) عام 1978 من إجمالي المستوردات وارتفعت هذه النسبة لتبلغ (44.1%) عام 2007.

جدول (3)

تطور قيمة الصادرات والمستوردات الرأسمالية والوسيطه ومعدل تغطية الصادرات

الصناعية للمستوردات الرأسمالية للوسيطه للفترة (1978-2007)

مليون دينار

السنة	إجمالي الصادرات	إجمالي المستوردات	الصادرات الصناعية	المستوردات الرأسمالية الوسيطة	نسبة الصادرات الصناعية إلى إجمالي الصادرات	نسبة المستوردات الرأسمالية والوسيطه إلى إجمالي المستوردات	معدل تغطية الصادرات الصناعية للمستوردات الرأسمالية الوسيطة
1978	24.56832	98.03947	11.32	20.47694	46	20.8	55.2
1979	25.07669	99.75925	11.68	21.06921	46.7	21.1	55.4
1980	25.74185	105.56833	11.79	23.05283	45.8	21.8	51.1
1981	26.12681	111.19316	20.62	27.53769	78.9	24.7	74.8
1982	26.45275	114.24934	18.27	28.94821	69.1	25.3	63.1
1983	21.05747	110.33104	14.53	25.58145	69	23.1	56.7
1984	29.06735	107.13401	26.07	22.96594	89.6	21.4	113.5
1985	31.08877	107.44454	21.66	23.14682	69.6	21.5	93.5
1986	25.60281	85.01992	16.42	19.87693	64.1	23.3	82.6
1987	31.5709	91.55547	23.63	20.69123	74.8	22.5	114.2
1988	38.12708	102.16667	26.6	24.51287	69.7	23.9	108.5
1989	63.29875	123.01424	37.28	29.57849	58.8	24	126.1
1990	70.60871	172.58281	39.07	46.78944	55.3	27.1	83.5
1991	77.07443	171.04629	32.36	46.52314	41.9	27.1	69.5
1992	82.93026	221.40022	35.40	52.67157	42.6	23.7	67.2
1993	86.46616	245.36248	37.96	84.96416	43.9	34.6	44.6
1994	99.51811	236.25826	50.66	84.18414	50.9	35.6	60.1
1995	124.11324	259.02505	64.52	89.03478	51.9	34.3	72.4
1996	128.81717	304.35565	89.605	91.17613	69.5	29.9	98.2
1997	130.13885	290.80854	61.28	91.24987	47.1	31.3	67.1
1998	127.78992	271.43738	54.17	91.55236	42.3	33.7	59.1
1999	129.87168	263.52069	57.908	92.15785	44.5	34.9	62.8
2000	134.65813	325.94037	62.39	95.96321	46.3	29.4	65.1
2001	162.67325	345.37293	73.42	110.34523	45.1	31.9	66.5
2002	196.39425	359.91604	85.9	120.16589	43.7	33.3	71.4
2003	213.66679	407.20077	100.5	139.06996	47.1	34.1	72.2
2004	275.30238	579.92414	115.06	238.76599	41.7	41.1	48.1
2005	304.95614	744.28637	137.09	299.17894	44.9	40.1	45.8
2006	368.98811	818.77246	175.09	359.67495	47.4	43.9	48.6
2007	406.36413	972.21936	198.05	429.07619	48.7	44.1	46.1
الوسط الهندسي					5318%	2866%	6848%

المصدر:

- دائرة الإحصاءات العامة، الكتاب الإحصائي السنوي 2001 العدد 52.
- دائرة الإحصاءات العامة، الكتاب الإحصائي السنوي 2007 العدد 58.
- دائرة الإحصاءات العامة، إحصاءات التجارة الخارجية، الجزء الثاني 2007.

جدول (4)

تطور قيمة الإنتاج الصناعي والصادرات الصناعية، ومعدلات نموها خلال الفترة (1978 - 2007) مليون دينار

السنة	قيمة الإنتاج الصناعي	معدل النمو السنوي %	الصادرات الصناعية	معدل النمو السنوي %	نسبة الصادرات الصناعية إلى الصادرات الكلية	نسبة الصادرات الصناعية إلى إجمالي المستوردات	نسبة صادرات القطاع الصناعي إلى قيمة إنتاجه
1978	43.54	-	11.32	-	46	11.5	25.9
1979	44.53	102	11.68	103	46.7	11.6	26.2
1980	45.82	102	11.79	100	45.8	11.0	25.7
1981	52.95	115	20.62	174	78.9	18.5	38.9
1982	54.96	103	18.27	88	69.1	15.9	33.2
1983	49.65	90	14.53	79	69	13.1	29.2
1984	56.07	112	26.07	179	89.6	24.2	46.4
1985	55.08	98	21.66	83	69.6	20.1	39.3
1986	58.58	106	16.42	75	64.1	19.2	28.1
1987	63.02	107	23.63	143	74.8	25.7	37.4
1988	59.35	94	26.6	112	69.7	26.0	44.8
1989	66.09	111	37.28	140	58.8	30.2	56.4
1990	68.63	103	39.07	104	55.3	22.5	56.9
1991	60.43	88	32.36	82	41.9	18.8	53.5
1992	57.85	95	35.40	109	42.6	15.9	61.1
1993	58.47	101	37.96	107	43.9	15.4	64.9
1994	76.54	130	50.66	133	50.9	21.4	66.1
1995	88.06	115	64.52	127	51.9	24.9	73.2
1996	87.04	98	89.605	138	69.5	29.4	102.9
1997	82.89	95	61.28	68	47.1	21.0	73.9
1998	89.74	108	54.17	88	42.3	19.9	60.3
1999	92.003	102	57.908	106	44.5	21.9	62.9
2000	95.23	103	62.39	107	46.3	19.1	65.5
2001	95.03	99	73.42	117	45.1	21.2	77.2
2002	101.05	106	85.9	116	43.7	23.8	85.1
2003	105.07	103	100.5	116	47.1	24.6	95.6
2004	120.06	114	115.06	114	41.7	19.8	95.8
2005	145.03	120	137.09	119	44.9	18.4	94.5
2006	176.01	121	175.09	127	47.4	21.3	99.4
2007	210.08	119	198.05	113	48.7	20.3	94.2
الوسط الهندسي		10508%		10979%	5318%	1960%	5525%

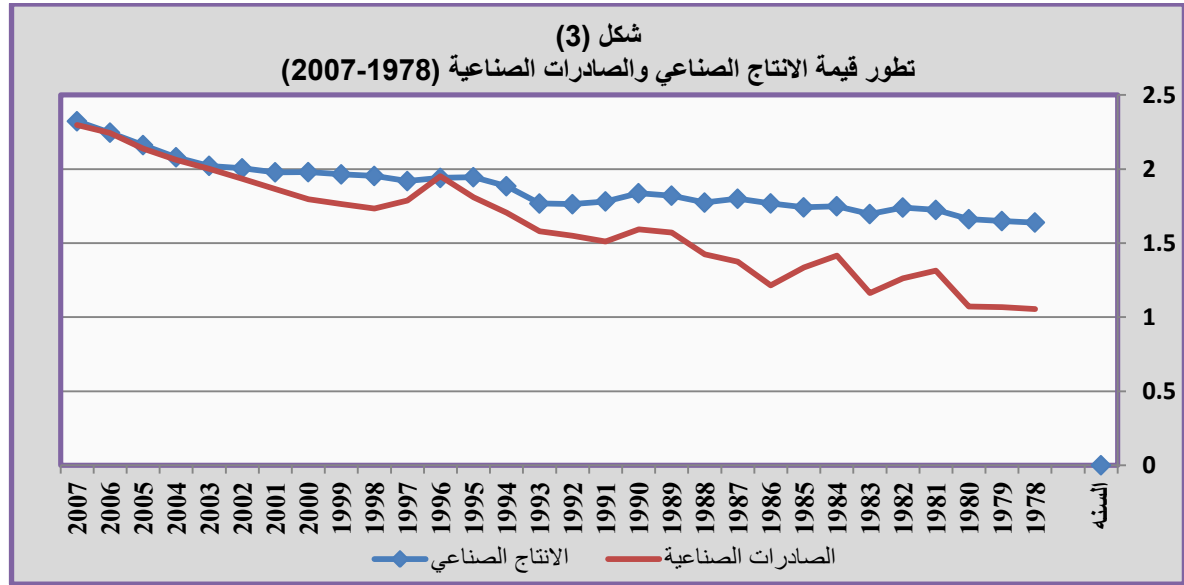
المصدر:

▪ دائرة الإحصاءات العامة، الكتاب الإحصائي السنوي للتجارة الخارجية، 2001.

▪ دائرة الإحصاءات العامة، الكتاب الإحصائي السنوي 2001 العدد 2007، العدد 58.

-تم حساب الوسط الهندسي من قبل الباحث. الوسط الهندسي (The Geometric Mean) لمجموعة من القيم = الجذر النوني (لحاصل ضرب القيم)

$$GM_{\bar{x}} = \sqrt[n]{x_1 x_2 x_3 \dots x_n}$$



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (4)

وتشير الأرقام الواردة في الجدول (4) إلى أنّ نسبة الصادرات الصناعية إلى قيمة الإنتاج الصناعي قد ارتفعت من (25.9%) عام 1978 إلى (94.2) عام 2007، ويمكن تفسير هذا الارتفاع في هذه النسبة نتيجة لتطافر مجموعة من الأحداث والظروف السياسية والاقتصادية خلال أعوام فترة الدراسة، ففي عام 1989 انخفض سعر صرف الدينار الأردني ممّا أكسب السلع الأردنية ميزة سعرية، كما أسهمت سياسة ربط الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي في تخفيض معدل التضخم إلى مستويات الدول الصناعية وتعزيز الثقة بالدينار الأردني حيث أثبت نمو الصادرات الأردنية المرتفع القدرة التنافسية الجيدة لها في الخارج على الرغم من الارتفاع الحقيقي للدولار الأمريكي في السنوات الأخيرة. كما يلاحظ من الجدول نفسه أنّ ارتفاع نصيب صادرات القطاع الصناعي إلى قيمة إنتاجه يُفسّر أنّ المنتجات الصناعية تلقى رواجاً في الداخل والخارج، وذلك استجابة لزيادة الطلب المحلي والخارجي على الصناعات الوطنية، بالإضافة إلى قدرة المؤسسات المعنية بتسويق المنتجات الصناعية في الأسواق الخارجية، لقدرتها التنافسية في الخارج (البنك المركزي، تقرير شهر تموز 2008).

وقد تكونت الصادرات الأردنية لفترة طويلة من المنتجات الزراعية والفسفات ولم تنمو الصادرات الصناعية إلاّ منذ منتصف السبعينات حيث إنّ الصناعة التحويلية

الأردنيّة كانت متجهّة للسوق الداخلي للإحلال محل المستوردات، وعند منتصف السبعينيّات بدأت الصناعة بالاتجاه نحو الخارج حيث يشير الجدول (4) إلى ارتفاع نسبة الصادرات الصناعيّة إلى إجمالي الصادرات من (46%) عام 1978 إلى (48.7%) عام 2007.

وإنّ محدوديّة تنوع المنتجات الصناعيّة الأردنيّة قد أثّرت سلبياً في أداء الصناعات التصديريّة وأصبحت سريعة التأثير في الظروف والأوضاع المحليّة والدوليّة. وبلغ معدل تغطية الصادرات الصناعيّة للمستوردات الرأسماليّة الوسيطة عام 1978 (55.1%) وانخفضت هذه النسبة بشكل بسيط لتصل عام 2007 إلى (46.1%) وقد تجاوزت المستوردات الرأسماليّة والوسيطة الصادرات الصناعيّة بأضعاف قليلة خلال فترة الدّراسة (1978-2007)، ونستنتج من خلال ارتفاع نسب تغطية الصادرات الصناعيّة إلى المستوردات الرأسماليّة والوسيطة إلى أهميّة القطاع الصناعي ودوره الكبير في تقليص نسبة العجز الذي يعاني منه الاقتصاد الأردني في ميزانه التجاري، وهذا ما يوضّحه الجدول (5) حيث نلاحظ أنّ معدل نمو الصادرات قد بلغ (10.82%) خلال فترة الدّراسة، وكانت صادرات القطاع الصناعي تشكل ما نسبته (53.1%) من مجمل صادرات الاقتصاد خلال فترة الدّراسة، وهذا يعني أنّ قطاع الصناعة يسهم بما يقارب بنصف الصادرات الكلية، ويسهم أيضاً بنسبة (71.1%) من معدل نمو الصادرات الكلية، حيث بلغ معدل نمو نسبة الصادرات الصناعية إلى إجمالي الصادرات ما يقارب (10%) سنوياً خلال فترة الدراسة، ولدى مراقبة معدلات العجز في الميزان التجاري نجد أنّ قيمة العجز قد بلغت (73.471) مليون دينار عام 1978، وارتفعت إلى (78.066) مليون دينار عام 1984، ويبيّن الارتفاع الطفيف في عجز الميزان التجاري ارتفاع معدل تغطية الصادرات للمستوردات حيث بلغ معدل التغطية عام 1978 نحو (25.0%) وبقي يرتفع حتى عام 1984 نحو (27.1%) وهذا ما يثبت ارتفاع نسبة مشاركة صادرات القطاعات الاقتصاديّة الأخرى في مستوى تغطية المستوردات، ودليل ذلك أنّ معدل تغطية الصادرات الصناعيّة للمستوردات قد بلغ عام 1984 (24.2%)، وكذلك ارتفاع نسبة مساهمة الصادرات الصناعيّة في مجمل

الصادرات الكلية خلال نفس العام بمعدل (89.4%) وهي نسبة مرتفعة اذا ما قورنت بالقطاعات الأخرى، وارتفع بعد ذلك معدل التغطية إلى (51.4%) عام 1989 ثم انخفض ثانية إلى (41.3%) عام 2000، وبقي بعدها يتأرجح ما بين الارتفاع والانخفاض إلى أن وصل إلى نسبة (41.7%) في عام 2007 علماً بأنّ معدل تغطية الصادرات للمستوردات قد بلغ بالمتوسط (36.98%)، وهذا يعني أنّ معدل العجز في الميزان التجاري يبلغ ما قيمته (63.02%) بالمتوسط خلال فترة الدّراسة الممتدة لـ30 عاماً.

وبحلول عام 2001 تبين من خلال المؤشّرات الواردة في الجدول (5) ارتفاع معدل تغطية الصادرات للمستوردات حيث بلغ معدل التغطية نحو (47.1%) عام 2001، ونلاحظ أنّ معدل نمو الصادرات الصناعيّة قد ارتفع من (10.3%) عام 2000 ليبلغ (12%) عام 2001، كذلك انخفض معدل نمو عجز الميزان التجاري من (14.3%) إلى (8.9%)، وهذا مؤشّر واضح على مدى المساهمة الفعلية التي تقوم بها صادرات القطاع الصناعي في تغطية المستوردات، الأمر الذي أدى إلى انخفاض العجز في الميزان التجاري من (191.2) مليون دينار عام 2000 ليصل عام 2002 إلى (163.5) مليون دينار أي بقيمة بلغت (27.7) مليون دينار، وبحلول عام 2007 أصبح معدل التغطية نحو (41.7%) وبعجز تجاري قدره (565.855) مليون دينار، حيث نلاحظ أنّ معدل النمو المرتفع في الصادرات يُفسّر تدني معدل نمو العجز في الميزان التجاري الذي بلغ خلال فترة الدّراسة بالمتوسط (10.7%).

وبالتالي يلاحظ أنّ معدل تغطية الصادرات للمستوردات في الاقتصاد الأردني خلال فترة الدّراسة (1978-2007) قد ارتفع من معدل (25.0%) عام 1978 إلى معدل (41.7%) عام 2007، وهذا ما يثبت سعي جميع القطاعات الاقتصادية إلى النمو والتطور، وخاصة القطاع الصناعي الذي أثبت دوره في الاقتصاد من خلال مساهمته العالية في الصادرات الكلية بمتوسط بلغ (53.1%)، وهذا يعني بأنّ صادرات القطاع الصناعي تسهم بنصف صادرات الاقتصاد كله خلال فترة الدّراسة، وبارتفاع هذا المعدل سنجد بأنّ الصادرات الصناعيّة ستلعب دوراً بارزاً في تخفيض معدلات العجز

في الميزان التجاري، وسوف يكون لهذا القطاع تأثير واضح على النمو والتنمية الاقتصادية، وزيادة نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي في السنوات المقبلة.

جدول (5)

تطوّر الصادرات والمستوردات الإجمالية ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للفترة (1978-2007)

السنة	إجمالي الصادرات	إجمالي المستوردات	الصادرات + المستوردات	الميزان التجاري	معدل نمو عجز الميزان التجاري %	معدل التغطية	معدل نمو الصادرات %	معدل نمو المستوردات %	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي %	نسبة المستوردات إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الصادرات والمستوردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
1978	24.56832	98.03947	122.60779	-73.47115	-	25.0	-	-	209.9	11.7	46.7	58.4
1979	25.07669	99.75925	124.83594	-74.68256	101.6	25.1	102	101	214.1	11.7	46.5	58.3
1980	25.74185	105.56833	131.31018	-79.82648	106.8	24.3	102	105	222.2	11.5	47.5	59.1
1981	26.12681	111.19316	137.31997	-85.06635	106.5	23.4	101	105	240.5	10.8	46.2	57.1
1982	26.45275	114.24934	140.70209	-87.79659	103.2	23.1	101	102	251.6	10.5	45.4	55.9
1983	21.05747	110.33104	131.38851	-89.27357	101.6	19.0	79	96	254.1	8.2	43.4	51.7
1984	29.06735	107.13401	136.20136	-78.06666	87.4	27.1	138	97	259.4	11.2	41.3	52.5
1985	31.08877	107.44454	138.53331	-76.35577	97.8	28.9	106	100	265.9	11.6	40.4	52.1
1986	25.60281	85.01992	110.62273	-59.41711	77.8	30.1	82	79	338.9	7.5	25.0	32.6
1987	31.5709	91.55547	123.12637	-59.98457	100.9	34.4	123	107	351.3	8.9	26.0	35.0
1988	38.12708	102.16667	140.29375	-64.03959	106.7	37.3	120	111	342	11.1	29.8	41.0
1989	63.29875	123.01424	186.31299	-59.71549	93.2	51.4	166	120	295.9	21.3	41.5	62.9
1990	70.60871	172.58281	243.19152	-101.9741	170.7	40.9	111	140	280.3	25.1	61.5	86.7
1991	77.07443	171.04629	248.12072	-93.97186	92.1	45.0	109	99	275.7	27.9	62.0	89.9
1992	82.93026	221.40022	304.33048	-138.46996	147.3	37.4	107	129	302	27.4	73.3	100.7
1993	86.46616	245.36248	331.82864	-158.89632	114.7	35.2	104	110	326	26.5	75.2	101.7
1994	99.51811	236.25826	335.77637	-136.74015	86.1	42.1	115	96	369.5	26.9	63.9	90.8
1995	124.11324	259.02505	383.13829	-134.91181	98.6	47.9	124	109	415.4	29.8	62.3	92.2
1996	128.81717	304.35565	433.17282	-175.53848	130.1	42.3	103	117	403	31.9	75.5	107.5
1997	130.13885	290.80854	420.94739	-160.66969	91.5	44.7	101	95	418.3	31.1	69.5	100.6
1998	127.78992	271.43738	399.2273	-143.64746	89.4	47.0	98	93	430.1	29.7	63.1	92.8
1999	129.87168	263.52069	393.39237	-133.64901	93.1	49.2	101	97	431	30.1	61.1	91.2

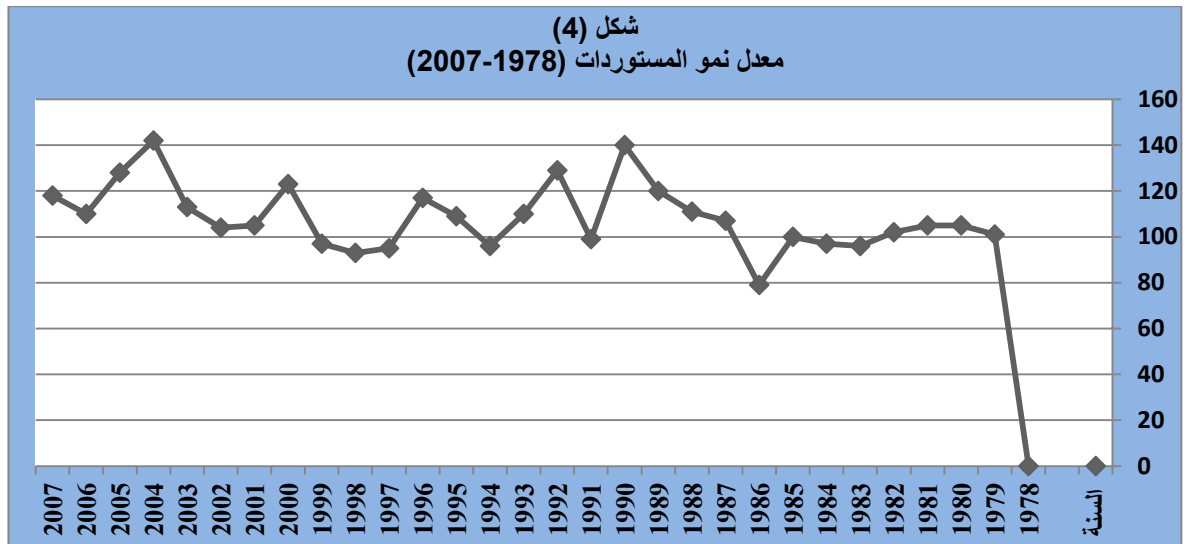
يتبع جدول (5)

تطوّر الصادرات والمستوردات الإجمالية ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للفترة (1978-2007)												
الصادرات والمستوردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %	نسبة المستوردات إلى الناتج المحلي الإجمالي %	نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	معدل نمو المستوردات %	معدل نمو الصادرات %	معدل نمو عجز الميزان التجاري %	الميزان التجاري	الصادرات + المستوردات	إجمالي المستوردات	إجمالي الصادرات	السنة	مليون دينار
100.4	71.0	29.3	458.8	123	103	41.3	143.1	460.5985	325.94037	134.65813	2000	
105.7	71.8	33.8	480.5	105	120	47.1	95.5	508.04618	345.37293	162.67325	2001	
111.3	72.0	39.3	499.7	104	120	54.5	89.5	556.31029	359.91604	196.39425	2002	
119.4	78.3	41.1	519.7	113	108	52.4	118.3	620.86756	407.20077	213.66679	2003	
135.7	92.0	43.6	630.2	142	128	47.4	157.3	855.22652	579.92414	275.30238	2004	
146.0	103.5	42.4	718.6	128	110	40.9	144.2	1049.24251	744.28637	304.95614	2005	
149.2	102.8	46.3	795.7	110	120	45.0	102.3	1187.76057	818.77246	368.98811	2006	
155.9	109.9	45.9	883.9	118	110	41.7	125.8	1378.58349	972.21936	406.36413	2007	
2595.3	1849.7	745.597	3163.9	3226.2	3174.1		المجموع					
7962%	5767%	2133%	10823%	11015%	3698%	10729%	الوسط الهندسي					

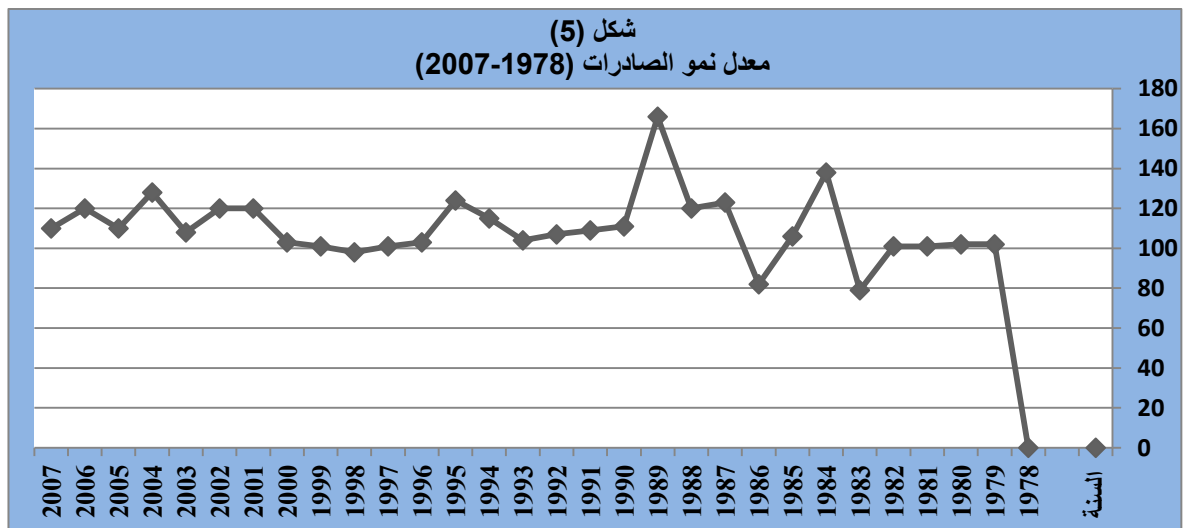
المصدر:

- دائرة الإحصاءات العامة ، الكتاب الإحصائي السنوي 2007.
 - دائرة الإحصاءات العامة ، نشرة الإحصاءات السنوي للتجارة الخارجية 2001.
 - الموقع الإلكتروني - www.dos.gov.jo
- تم حساب الوسط الهندسي من قبل الباحث. الوسط الهندسي (The Geometric Mean) لمجموعة من القيم = الجذر النوني (لحاصل ضرب القيم)

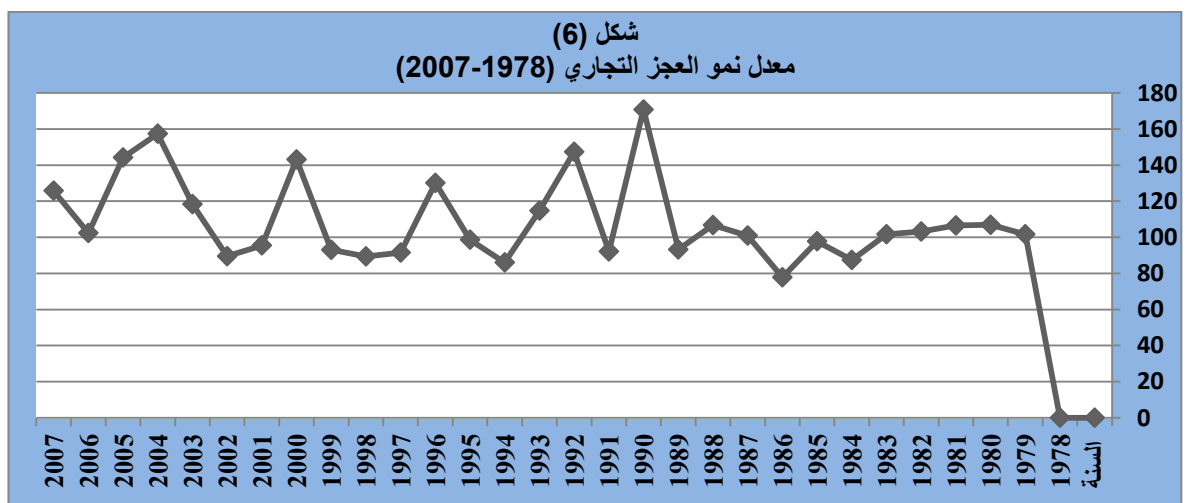
$$GM_{\bar{x}} = \sqrt[n]{x_1 x_2 x_3 \dots x_n}$$



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (5)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (5)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (5)

الباب الأول:

الفصل الثاني: المتغيرات الحقيقية والأسمية وعلاقتها بمؤشرات البورصة

المبحث الأول: أثر المتغيرات الاقتصادية على أسواق المال

المبحث الثاني: بورصة عمان للأوراق المالية (النشأة والتطور)

الفصل الثاني

المبحث الأول: أثر المتغيّرات الاقتصادية على أسواق المال

يُشكّل سوق الأوراق الماليّة أحد الدعائم المهمة لاقتصاد السوق. بيد أن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي طويل الأجل، ما زالت خاضعة للدراسة والتحقيق وتباين الآراء، لاسيما في الدول النامية والتي تتميّز بانخفاض الدخل الحقيقي، وانخفاض نصيب الفرد من الدخل، وهذا يؤدّي إلى جعل تكوين رأس المال اللازم للتنمية ضعيفاً، وبذلك يُعدّ تأثير الأسواق الماليّة حديثة النشأة في التنمية الاقتصادية للدول النامية، تأثيراً محدوداً تشوبه الضبابية بسبب العلاقة غير الواضحة بين السياسة والاقتصاد، وحقيقية رضوخ أحدهما للآخر (وليد، 1996). إنّ سوق المال هو عالم جديد من الفرص الاستثمارية، يعمل مع بقية أدوات الاقتصاد على توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو طويل الأجل. فالخصخصة، وإصلاح نظام السوق، وتحرير التجارة، وإعادة هيكلة المديونية، وتثبيت أسعار الصرف، وسياسات معالجة التضخم، وسياسات تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، كل ذلك يُعدّ من العلامات الجديدة في اقتصاديات النمو (الخطيب، 1994). وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة الذكر موضوعات عامة عن مؤشرات الأسواق الماليّة والمتغيّرات الاقتصادية، وعلاقتها ببعض من خلال دراسة الأثر الذي يمكن أن يسببه المتغيّر على أحد مؤشرات السوق، ورأينا مثلاً دراسة (Walter, 1989)، التي توصل من خلالها، إلى وجود تأثير للعرض النقدي على أسعار الأسهم الألمانية، ودراسة (Meds Asprem, 1989) عندما توصل أيضاً، إلى أنّ كلاً من الإنتاج الصناعي، وسعر الصرف، والعرض النقدي، وأسعار الأسهم تتأثر بعضها ببعض الآخر، ودراسة (البازعي، 1998) عندما توصل، إلى أنّ عرض النقود يمكن أن يسهم في توقع أسعار الفائدة، ودراسة (عبدالله، 1995) عندما توصل إلى أنّ دخل السهم، والعائد على حق الملكية من أهمّ العوامل التي تحدّد أسعار الأسهم، ودراسة (الطراونة، 2004) عندما توصل، إلى أنّ كلاً من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، والناتج القومي الإجمالي يؤثّران بشكل معنوي في حجم التداول الكلي، وعدد الأسهم في سوق عمان المالي، ودراسة (الرفاعي، 1999) عندما توصل، إلى أنّ المتغيّرات الاقتصادية (العرض النقدي، حوالات

العاملين في الخارج، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي)، تؤثر بشكل معنوي وإيجابي في مؤشرات سوق عمان المالي.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة نلاحظ أنّ معظمها ناقشت علاقة وأثر المتغيرات الاقتصادية (النمو الاقتصادي) على (النمو المالي) وركزت على طبيعة الاتجاه في أثر تلك العلاقة، كما تناولت هذه الدراسات طبيعة الأثر بين المتغيرات الاقتصادية وهي: (دخل السهم، العرض النقدي، أسعار الفائدة، معدل التضخم، الناتج القومي الإجمالي، حوالات العاملين في الخارج، أسعار الصرف)، بشكل متكرر وبطريقة تقليدية دون أن يتم التطرّق للكثير من المتغيرات الكلية التي لها تأثير على الأسواق المالية ومؤشراتها. وفيما يلي شرح عن علاقة هذه المتغيرات الاقتصادية والسوق المالي بشكل عام، ولأجل التحقق من ذلك ستستعين الدراسة الحالية بعضاً من هذه المتغيرات لاختبار فرضياتها.

1.1.2 العرض النقدي

يعدّ العرض النقدي من أهمّ المتغيرات التي تؤثر في السوق المالي، فزيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بطريقة مباشرة وغير مباشرة، حيث إنّ الطريقة المباشرة تكمن في أنّ زيادة العرض النقدي (السيولة)، تدفع بالافراد والأعمال إلى أن ينفقوا النقود على السلع والأصول المالية التي تتضمن الأسهم، والذي ينجم عنه ارتفاع أسعار الأسهم، أمّا الطريقة غير المباشرة تكمن في أنّ زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، ممّا يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج وارتفاع نسبة العمالة وانخفاض البطالة، ونظراً للتأثير الإيجابي المحتمل لتلك الأحداث على أرباح الشركات فإنّه يتوقع أنّ ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في السوق المالي هو المحصلة النهائية لزيادة العرض النقدي (Walter, 1989).

وإذا كان لزيادة العرض النقدي تأثير إيجابي على أرباح الشركات وأسعار الأسهم، فإنّ له أيضاً تأثير سلبي، فالزيادة الكبيرة في العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه للاستثمار في شراء الأسهم. وبالتالي إذا كان التأثير الإيجابي لزيادة العرض النقدي على ربحية الشركات

أكبر من تأثيره السلبي على معدل العائد على الاستثمار الناجم عن التضخم، فإنّه يتوقع أن يكون لزيادة العرض النقدي أثر إيجابي في أسعار الأسهم، أمّا إذا حدث العكس وكان الأثر السلبي لزيادة العرض النقدي أكبر من الأثر الإيجابي فإنّه يتوقع أن تنخفض أسعار الأسهم (Walter, 1989). ومن الشواهد على أنّ لعرض النقد أثراً طردياً على أسعار الأسهم ما لوحظ أبان الانهيار الكبير لأسواق رأس المال عام 1987 إذ تدخل البنك المركزي الأمريكي في المراحل الأولى للانهيار الكبير بضخ السيولة في الجهاز المصرفي في محاولة لرفع أسعار الأسهم وهذا ما حصل، ولو بشكل مؤقت، حيث إنّ زيادة حجم السيولة أدّى إلى خفض أسعار الفائدة وارتفاع في أسعار الأسهم في بورصة نيويورك (مجلة المساهم الاقتصادية، العدد الثاني_ شباط 1997، عمان).

ولدى استعراض دراسة Bulmash, Trivoli تبين أنّ العرض النقدي الواسع له أثر عكسي على أسعار الأسهم الأمريكية بسبب ارتفاع معدلات التضخم، وفي دراسة Mads تبين أنّ عرض النقد له أثر إيجابي في كل من هولندا وسويسرا وفنلندا وألمانيا، على سعر السهم بسبب ارتفاع معدلات الاستثمار في سوق الأسهم، وفيما يتعلّق بسوق عمان المالي فإنّ العرض النقدي يؤثر إيجابياً في أسعار الأسهم.

2.1.2 معدل التضخم

هنالك علاقة تبادليّة ما بين التضخم وأسعار الأسهم فإذا ارتفعت معدلات التضخم ترتفع أسعار الأسهم، بشرط توقع زيادة الأرباح الموزعة أو انخفاض نسبة الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح، وبالعكس فالمقابل ستتنخفض أسعار الأسهم بزيادة التضخم إذا توقع المستثمرون انخفاض الأرباح الموزعة.

ويمكن أن تكون العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم عكسية، فزيادة معدل التضخم سينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لإغراض الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم، ممّا يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وانخفاض أسعارها، ويمكن أن يكون ذلك أيضاً عن طريق تدخل البنك المركزي للتخفيف من حدة التضخم من خلال تقليل عرض النقود مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق.

ويمكن أن تكون العلاقة إيجابية، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فترتفع أسعارها، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم التي يتوقع أن ترتفع قيمتها في أوقات ارتفاع معدلات التضخم، أمّا عند انخفاض معدلات التضخم فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم، فتتخفض أسعارها. وقد أشارت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين التضخم، وتوقعات التضخم، وأسعار الأسهم، كما أشار بعض منها إلى وجود علاقة سلبية بين التضخم وأسعار الفائدة خلال الفترة الزمنية قصيرة المدى (Shamia, 1990).

3.1.2 الادخار المتاح الصافي

يُعدّ الادخار المتاح الصافي من المتغيّرات الاقتصادية الحيوية التي تلعب دوراً مهماً في التأثير على القرار الاستثماري في المدى القصير، ويمكن أن ينبني على هذا المتغيّر عدة اتجاهات في اتخاذ القرار الاستثماري، حيث يمكن أن يكون تأثير الادخار سلبياً على الطلب على الاستثمار عندما تكون قيمة الادخار الصافي منخفضة وغير كافية للقيام بأي نوع من أنواع الاستثمار، ويمكن أن يكون إيجابياً عندما تكون معدلات الادخار الصافي مرتفعة، وتعتمد هذه المؤشرات أيضاً على قيمة الدخل القومي، ومجموع الاستهلاك الكلي، وذلك لأنّ مجمل الادخار المتاح الصافي يمثل الدخل القومي مطروحاً منه الاستهلاك الكلي، وهذا يعني بأنّ الاستهلاك الكلي يلعب دوراً في الطلب على الاستثمار فإذا كانت قيمة الاستهلاك منخفضة فهذا يعني ارتفاع قيمة الدخل القومي المتاح والمحصلة ارتفاع قيمة الادخار المتاح الصافي وبالتالي ارتفاع معدلات الطلب على الاستثمار، وفي كلتا الحالتين فإنّ انخفاض الاستهلاك يدل على ارتفاع نسبة الدخل الموجه للاستثمار وبنفس الوقت انخفاض كمية الدخل الموجه للاستهلاك الذي يعني في المحصلة النهائية ارتفاع معدلات الطلب على الاستثمار بشكل عام (البنك المركزي الأردني، تقرير دائرة الأبحاث تموز، 2008).

4.1.2 معدل سعر الفائدة

تعدّ أسعار الفائدة أحد الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد ، حيث يستخدمها البنك المركزي في التأثير في عرض النقد وبطريقة غير مباشرة التأثير في أسعار الأسهم. ويُشير عدد من الدراسات إلى وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أُكّدت وجود علاقة طردية بين كمية النقد المعروضة وبين مستوى النشاط الاقتصادي على أساس أنّ انخفاض سعر الفائدة سيقود إلى زيادة كمية النقود، ممّا يُشجّع على الاستثمار وزيادة كميات الإنتاج وانخفاض البطالة، ونتيجة لذلك سترتفع أسعار الأسهم في أسواق المال كمحصلة لزيادة كمية النقود المعروضة (Walter,1989). ويتحدد سعر السهم بناءً على الأرباح المتوقعة للشركة، ومعدل سعر الفائدة (كمؤشر لمعدل العائد المطلوب)، فزيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، أي أنّ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل.

وقد يستخدم معدل الفائدة لتمثيل تكاليف الفرصة البديلة للاستثمار في أسواق الأسهم، ويؤثر في الأسعار في سوق الأسهم بطريقة سلبية، لأنّ الزيادة في معدل الفائدة تجعل الأفراد يبتعدون عن الدخول في المخاطرة وشراء الأسهم ويتجهون إلى الودائع البنكية فينخفض الطلب على الأسهم، ويزداد الطلب على الودائع، وكنتييجة لذلك فإنّ أسعار الأسهم سوف تنخفض (صافي، 2006). ويؤثر ارتفاع سعر الفائدة مباشرة في عائدات الأسهم، فتتخفض العائدات ممّا يؤدي إلى انخفاض الأسعار (والعكس يكون صحيحاً في حال انخفاض معدل الفائدة).

ومن خلال دراسة Shamia ارتبط سعر الفائدة بعلاقة إيجابية مع عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول الإجمالي في قطاع التأمين، وفي دراسة الطراونة ارتبط معدل سعر الفائدة بعلاقة سلبية مع جميع القطاعات في بورصة عمان، كما وقد ارتبط معدل سعر الفائدة بعلاقة إيجابية مع جميع مؤشرات سوق عمان المالي وكان قطاع الصناعة من أكثر القطاعات تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية.

5.1.2 معدل سعر الصرف

إنّ سعر الصرف يُعدّ من المؤشّرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر في الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية، وتؤثر هذه التدفقات في أسعار صرف العملات، كما أنّها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات. أنّ التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير في الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. أنّ الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة Currency Risk التي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة (Mohamad, 2004). أنّ انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى تحسين الوضع التنافسي للصناعات المحلية، وزيادة الإيرادات المالية الواردة للشركة ذات التوجه الدولي أو التصديري وبالتالي زيادة أسعار الأسهم، وفي كل الظروف الاقتصادية أنّ معدلات الصرف لا تتغيّر من فراغ، حيث إنّ العوامل الاقتصادية التي تسبب التغيّرات في معدل الصرف سوف تؤثر في أسعار الأسهم بحيث إذا كانت التغيّرات في معدل الصرف ناتجة عن الواقع الاقتصادي المحلي المتدهور، فيكون لها تأثير سلبي في سوق الأسهم المحلية، وإذا كانت التغيّرات ناتجة عن المضاربة في العملة، فيكون لها تأثير إيجابي، ولكن في بعض الدول أنّ انخفاض، أو انهيار العملة سينتبعه ارتفاع في معدل الفائدة (Mads, 1989).

إنّ انخفاض قيمة العملة الوطنية قد يدفع الأفراد إلى التخلص من احتياطاتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى (ومنها الأسهم) مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.

وفي دراسة Mads نجد أنّ تأثير سعر الصرف قد كان منخفضاً على أسواق الأسهم الأوروبية، عكس دراسة Cooper الذي جاء تأثير سعر الصرف إيجابياً على جميع مؤشّرات السوق، كما جاء في دراسة الرفاعي تأثير سعر الصرف إيجابياً أيضاً على مؤشّرات السوق في سوق عمان المالي، أمّا دراسة الخطيب فقد أظهرت عدم وجود

علاقة ارتباط واضحة بين متغيّر أسعار الصرف وأسعار الأسهم والعائد على السهم وحجم التداول.

6.1.2 معدل سعر الصرف الحقيقي

يمثّل متغيّر سعر الصرف الحقيقي أداة هامة من أدوات النشاط الاقتصادي ويدخل في تحديده عوامل عديدة منها رغبة الدولة في تحسين وضعها الاقتصادي عندما تلجأ إلى خفض سعر صرف عملتها سعياً إلى تحقيق أعلى درجات التنافسية لمنتجاتها المحلية (العبيدي، 2004)، ممّا يسبب في انخفاض معدل الفائدة والذي سيدفع بالإفراد للتخلص من احتياطاتهم النقدية وتحويلها إلى استثمارات أكثر ربحاً ومنها الإقبال على شراء الأسهم والسندات الحكومية، ويدخل أيضاً في تحديد سعر الصرف الحقيقي والذي يمثّل نسبة مبادلة عملة محلية بعملة أجنبية، الأسعار المحلية والأجنبية، حيث إنّ ارتفاع الأسعار المحلية يعني زيادة معدلات التضخم الذي ينتج عنه زيادة في كمية النقود المخصصة للإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية للاستثمار، والذي سيؤدّي في المحصلة إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وزيادة العجز في الميزان التجاري وانخفاض معدل الاستثمار بشكل عام (العلي، 1997).

7.1.2 الناتج المحلي الإجمالي

إنّ زيادة الناتج المحلي الإجمالي يمكن أن يكون له أثر إيجابي في أسعار الأسهم، ويمكن أن يكون له أثر سلبي، فالزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها، ولكن إذا أدّت الزيادة المتوقعة في الناتج المحلي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي زيادة معدلات التضخم، وزيادة سعر الفائدة الذي يؤدّي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، سيؤثر ذلك سلباً في أسعار الأسهم.

وإذا أدّى نمو الناتج المحلي من جانب آخر إلى تشجيع حجم الاستثمارات وزيادة الطلب عليها، فإنّه يتوقّع أن يتمّ تمويل جزء من هذه الاستثمارات عن طريق السوق المالي (أسهم، سندات، قروض) مما يؤدّي بدوره إلى تحسين مؤشّرات السوق، وبالتالي أنّ زيادة الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة

التعامل على الأسهم في سوق الأوراق الماليّة ويؤدّي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها(البنك المركزي الأردني، نشرة دائرة الأبحاث، 2008).

ومن خلال الدراسات التي أجريت على الأسواق العربيّة فقد تبين أنّ أسعار أسهم القطاع الصناعي في السعودية ترتبط إيجابياً مع نمو الدخل الحقيقي(عبدالله، 1995)، وأنّ أسعار الأسهم، وحجم التداول في سوق عمان المالي تتأثر إيجاباً بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي، وأنّ عدد الأسهم المتداولة يتأثر إيجاباً أيضاً مع معدلات النمو في الناتج القومي الإجمالي، والناتج المحلي الإجمالي على المستويين العام والقطاعي في سوق عمان المالي(الطراونة، 2004_الرفاعي، 1995).

8.1.2 تحويلات العاملين في الخارج

يقوم الكثير من الأفراد العاملين خارج بلادهم بتحويل مبالغ كبيرة لاستثمارها في الداخل في عدة مجالات في نواحي الحياة، حيث يتوقع أن تؤدي زيادة تحويلات سوق العاملين في الخارج إلى زيادة حجم الاستثمارات، ويتوقع أن جزءاً من هذه التحويلات ستذهب للاستثمار في السوق المالي مما يؤدّي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.

وقد أشارت نتائج المسح الذي أجرته الدائرة الاقتصادية في الجمعية الملكية في الأردن، إلى أنّ نسبة الأسر الأردنيّة العاملة في الخارج والذين يقومون على استثمار أموالهم في شراء السندات الحكومية تقدر بحوالي (6.3%) من مجموع هذه الأسر العاملة في الخارج. ويمكن أن نوضّح الدور غير المباشر لتحويلات العاملين في مجالات الاستثمار المختلفة، وذلك من خلال التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك التجاريّة على هذه التحويلات، وحيث إنّ هذه التحويلات تشكل جزءاً هاماً من ودائع الجهاز المصرفي، فإنّها بلا شك تكون قد ساعدت على قيام البنوك التجارية في تمويل الفعاليات الاقتصادية المختلفة ممّا يؤدّي إلى تنشيط الاقتصاد وانعكاساته إيجابياً على السوق المالي (الطراونة، 2004).

9.1.2 إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي

إنّ حجم الإنفاق المحلي والأجنبي يمكن أن يكون له أثر إيجابي في أسعار الأسهم، ويمكن أن يكون له أثر سلبي، فإذا كانت النسبة الكبيرة من الزيادة في حجم الإنفاق

المحلي والأجنبي موجه نحو الاستثمار فإنّ ذلك سيقود إلى زيادة الطلب على الاستثمار في شراء الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم الذي سيزيد من حركة التعامل على الأسواق الماليّة، ولكن إذا كانت النسبة الكبيرة من حجم الإنفاق المحلي والأجنبي موجه نحو الاستهلاك بسبب ارتفاع التضخّم فإنّ ذلك يؤدّي إلى انخفاض الطلب على الاستثمار وبالتالي انخفاض الطلب على شراء الأسهم، حيث يؤدّي ارتفاع التضخّم إلى زيادة سعر الفائدة الذي يؤدّي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، حيث إنّ كل ذلك سيؤثر سلبياً في أسعار الأسهم. (البنك المركزي الأردني، نشرة دائرة الأبحاث، 2008).

من الواضح أنّ من خلال تفسير الكثير من العلاقات الاقتصادية التي يمكن أن تحدث داخل وخارج السوق المالي، أثناء قيام الدورة الاقتصادية بنشاطها المعتاد أو بسبب الظروف الأخرى الخارجة عن إرادة السوق والاقتصاد، فإنّه يتضح لنا أنّ العلاقة بين المتغيّرات الاقتصادية وأسواق المال موجودة نظرياً وبحاجة إلى تفسير، نظراً لتداخل تأثير المتغيّرات على مؤشرات السوق مع بعضها بعضاً وبشكل جماعي.

الفصل الثاني

المبحث الثاني: بورصة عمان للأوراق المالية (النشأة والتطور)

1.2.2 تمهيد

اكتسبت الأسواق المالية بوصفها أداة هامة في حشد المدخرات أهمية متزايدة، وذلك بسبب الدور الحيوي الذي تقوم به في تمويل الأنشطة الاقتصادية، ولعلّ من أهمّ العوامل التي أدّت إلى تبوء الأسواق المالية مركز الصدارة في عقد التسعينيات التقدّم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ورفع القيود عن حركة رأس المال، وتعويم أسعار صرف العملات الرئيسية، ونتيجة لهذه التطوّرات أصبح بالإمكان انتقال الاستثمارات عبر أدوات مالية وادخارية متنوّعة وعبر عملات مختلفة. كما أظهرت العديد من دول العالم اتجاهها نحو زيادة دور القطاع الخاص من خلال تحويل ملكية المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص (التخاصية)، الأمر الذي أسهم في زيادة الحاجة لوجود أسواق مالية متطورة.

وعلى المستوى العربي، فقد شهدت العشرون سنة الأخيرة اهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء الأسواق المالية العربية، وما كان إنشاء أسواق مالية في معظم الدول العربية والتحضير لإنشاء أسواق مالية في الدول الأخرى، إلّا تأكيداً لتعاظم اهتمام الدول العربية بهذا النهج لاسيما وأنّ معظم الدول العربية قد أولت موضوع الدخول في عصر العولمة والانفتاح وخصخصة مؤسسات القطاع العام اهتماماً كبيراً، كما أنّ نجاح هذا التوجه يتطلّب وجود أسواق مالية متطورة وكفوءة قادرة على استيعاب احتياجات هذه المرحلة.

وبذلك يبرز دور الأسواق المالية بشكل رئيس في البلدان التي يتقلص فيها دور القطاع العام لصالح القطاع الخاص الذي يعمل على تأسيس شركات جديدة تحتاج إلى تمويل رأس مالها أو زيادته من خلال الأسواق المالية (طريف، 2000).

2.2.2 نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهمها منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم

والتعامل بها منذ أوائل ثلاثينيات القرن العشرين، حيث كانت أولى هذه الشركات البنك العربي الذي تأسس عام 1930، وشركة التبغ والسجائر عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951، كما تم إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينيات.

ونظراً لتواجد السوق غير المنظم لتداول أسهم الشركات العامة الأردنية، والتي كانت تتم من خلال مكاتب غير متخصصة، وكذلك وجود سوق غير منظم للسندات الحكومية، وزيادة إنشاء الشركات المساهمة والتي بلغ عددها (66) شركة في عام 1978، ظهرت الحاجة الملحة للتفكير جدياً بإنشاء سوق للأوراق المالية، يقوم على تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها والرقابة عليها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب. لذلك دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة إلى إنشاء السوق المالي في الأردن (القرعان، 2001).

ونتيجة لذلك قام البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975، 1976، وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) (International Finance Corporation) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات حثيثة تبيّن من خلالها أنّ حجم الاقتصاد الوطني، ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة، يُبرر إنشاء السوق المالي، ونتيجة لهذه الدراسات فقد صدر بتاريخ 1/6/1976 القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تمّ بموجبه تأسيس سوق عمان المالي (AFM) (Amman Financial Market) حيث باشر السوق اعماله بتاريخ 1/1/1978 وقد تركزت أهداف السوق على ما يلي (سوق عمان المالي، 1996):

- 1 - تنمية المدخرات المحلية عن طريق تشجيع الاستثمارات في الأوراق المالية.
- 2 - توجيه المدخرات المحلية لخدمة الاقتصاد الوطني.
- 3 - تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
- 4 - توفير البيانات والاحصاءات اللازمة لتحقيق الأهداف المرجوة.

وقد ظهرت أهميّة سوق عمان المالي من خلال مساعدته في تمويل الشركات، وتوفير السيولة الكافية لكل من المستثمر، والمدخر عن طريق بيع وشراء الأوراق الماليّة، ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بمهمتين أساسيتين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال (SEC) (Securities and Exchange Commission) وكذلك القيام بدور البورصة التقليديّة للأوراق الماليّة (Stock Exchange).

وتطوّر السوق المالي منذ إنشائه، وخطا خطوات هامة على صعيد رأس المال المحلي، وحقق تقدّمًا بارزاً في تحقيق أهدافه التي تمّ إنشاؤه من أجلها. وفي شهر أيار من عام 1997 صدر قانون الأوراق الماليّة رقم (23) لسنة 1997 وتمّ بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحلّ محلّ سوق عمان المالي وهي: (هيئة الأوراق الماليّة، نشرات عن تطوّر سوق الأوراق الماليّة_ دائرة الدراسات والتخطيط. 2007).

أولاً: هيئة الأوراق الماليّة (Jordan Securities Commission).

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق الماليّة، والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها، وهي البورصة، ومركز الإيداع، ومعتمدو المهن الماليّة، كما تهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلّقة بالأوراق الماليّة. وضمن أطر وقواعد تحمي المدخر والمستثمر المحلي والخارجي، وتعطي الاقتصاد الوطني وسوق رأس المال المصدقية والأمان.

وتتمتع الهيئة باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء ممّا يعزّز دورها الرقابي على سوق رأس المال. وللهيئة مجلس مفوضين تتمثل صلاحياته في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلّقة بالأوراق الماليّة والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة، ومركز إيداع الأوراق الماليّة، إضافة إلى منح التراخيص، وتحديد عمولات شركات الخدمات الماليّة، وكذلك اعتماد المعايير المحاسبيّة، وبذلك يتلخص عمل الهيئة بالقيام بعمليات التشريع والإشراف والرقابة.

ثانياً: بورصة عمان/ سوق الأوراق الماليّة (Amman Stock Exchange).

تتمتع البورصة بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري، وتدار من قبل القطاع الخاص، وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح، ومن مهامها توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق الماليّة المتداولة، وترسيخ أسس التداول،

وتوفير القاعات ووسائل الربط والاتصال اللازمة للتداول، ومراقبة عملية التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول، وكذلك إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة، وتتألف عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، ويديرها مجلس إدارة جمعية من القطاع الأهلي، وهي الجهة الوحيدة المصرّح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة، وقد باشرت أعمالها بالشكل الجديد اعتباراً من 11/3/1999.

ثالثاً: مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center).

تمّ إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/5/1999 بهدف الحفظ الأمين لمليكة الأوراق المالية، وتسجيل ونقل مليكة الأوراق المتداولة في البورصة، وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح، ويديره مجلس إدارة جمعية من القطاع الأهلي.

وبموجب هذه المؤسسات، أصبح السوق قادراً ومؤهلاً على استيعاب طلبات السوق المحلي، ومسايرة التطوّرات كافة في أسواق المال العالمية (هيئة الأوراق المالية، نشرات عن تطوّر سوق الأوراق المالية - دائرة الدراسات والتخطيط. 2007).

3.2.2 أقسام بورصة عمان

يتمّ التداول بأسهم الشركات في بورصة عمان من خلال سوقين، السوق الأولي والسوق الثانوي، حيث تمّ تقسيمهما حسب معايير السيولة والربحية للشركات كما يلي:

1 - السوق الأولي (سوق الإصدار): The Primary Market

يُعرف السوق الأولي بسوق الإصدارات الذي يتمّ من خلاله بيع الأوراق المالية المصدّرة لأول مرة من أجل تكوين رأس مال الشركات، حيث يتمّ الاكتتاب في هذه الأوراق المالية المصدّرة من خلال الجهاز المصرفي.

تلتزم الشركات المساهمة التي ترغب في زيادة رأسمالها عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب العام بموجب قانون الشركات الذي نصّ على ضرورة التقيد بمتطلبات سوق عمان المالي فيما يتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها عند طرح الأوراق المالية، سواء أكانت هذه الشركات حديثة التأسيس أم قائمة، في إعداد نشرات إصدار تحتوي على المعلومات الهامة كافة التي تساعد على الاستثمار في هذه الأوراق، وذلك

من خلال تقديمها لقسم إصدارات الأوراق الماليّة في إدارة البورصة لأجل البت بإصدار هذه الأوراق المراد طرحها من الشركات.

2 - السوق الثانوي (سوق التداول): Secondary Market

تُعرّف السوق الثانويّة بأنها السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق الماليّة بيعاً وشراءً، في إطار القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، بعد إصدارها في السوق الأوليّة. وتنقسم هذه السوق إلى أربعة أسواق فرعيّة هي: السوق الموازية، والسوق النظاميّة، وسوق السندات وسوق التحويلات خارج القاعة.

أ. السوق الموازية (السوق الأولى): Parallel Market or Over- The Counter

تعدّ هذه السوق على أنها سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للأدراج على لوائح السوق النظاميّة، وتمّ استحداث السوق الموازية في الأردن في عام 1982. وذلك نتيجة للارتفاع المستمر الذي حدث في زيادة الطلب على الأسهم المتداولة ثم حجم تداولها في السوق النظاميّة، ولتغطية هذا الفائض من الطلب تمّ عرض الأسهم في السوق الموازية، من أجل تقليل فائض الطلب على الأسهم في السوق النظاميّة.

ب. السوق النظاميّة (السوق الثاني): The Regular Market

وهي ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتمّ من خلاله تنظيم التداول في بورصة عمان بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة، تحددها لجنة إدارة السوق، حيث نصت هذه الشروط على ألا يقل صافي حقوق المساهمين عن (50%) من رأس المال المدفوع، وأن يكون قد مضى على منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة، وتجدر الإشارة هنا إلى أنّ معظم الشركات المدرجة على لوائح بورصة عمان يتمّ التداول بأسهمها من خلال السوق النظاميّة.

ج. سوق السندات: Bond Market

وهي سوق تداول السندات بيعاً وشراءً، وتشمل السندات المتداولة في هذه السوق: سندات التّمية الحكوميّة واسناد القرض، إضافة إلى سندات وأذونات الخزينة، والتي يتراوح تاريخ استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات. ويعاني سوق السندات في الأردن من ضعف شديد الذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه، وضعف هذه السوق في الأردن يعود لثبات أسعار الفوائد على السندات الأمر الذي جعل

تحقق الربح الرأسمالي متعزراً، وذلك لأنّ سعر السند يتأثر مباشرة بتغيّر أسعار الفائدة السوقية وبصورة عكسية، فإذا ارتفع سعر الفائدة هبط سعر السند، وإذا انخفض سعر الفائدة فإنّ سعر السند يرتفع.

د. التحويلات خارج القاعة: Transactions off the Trading Floor

وتسمى أحياناً بالسوق الثالث أو سوق ما بين الوسطاء، وتتكوّن هذه التحويلات من التحويلات العائلية والإرثية، وتحويلات خارج المملكة وتحويلات الشركات غير المدرجة، وتتمّ معاملات هذه التحويلات في العادة من خلال الدائرة القانونية في البورصة، وفي معظم الحالات تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحدّدة للتحويلات، أو المعاملات داخل القاعة (القرعان، 2001).

4.2.2 الأدوات المالية المتداولة في بورصة عمان

يجري التداول حالياً في بورصة عمان بالأدوات المالية الرئيسية وهي: أسهم الشركات، وسندات الخزينة، وإسناد قرض الشركات والمؤسسات العامة، حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء هذه الأدوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان التي تتمّ طوال أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت وذلك وفق المواعيد التالية:

9:00 – 9:55 سوق السندات.

10:00 – 12:00 السوق الأول والثاني.

12:00 – 12:15 مرحلة الصفقات للأسواق عامة.

ويتمّ تداول الأسهم في بورصة عمان على أساس الورقة المالية الواحدة ومضاعفتها ما لم يقرّر مجلس الإدارة غير ذلك حسب مقتضى الحال، حيث يتمّ تسعير الأوراق المالية بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى، كما تصدر شهادات الأسهم بفئات مختلفة تسعر بوحدات النقد الأردني، كما يجوز لمجلس الإدارة إدراج الأوراق المالية المصدّره بالعملات الأجنبية وتسعير هذه الأوراق بالعملات الأجنبية. أمّا السندات المتداولة في بورصة عمان فهي نوعين : السندات الحكومية التي يقوم البنك المركزي الأردني بإصدارها وإدارتها نيابة عن الحكومة، وإسناد القرض التي تصدرها الشركات المساهمة العامة، والفرق بين السندات الحكومية وإسناد القرض هو فرق لفظي وضع لاجراض

تصنيفية بحثه بهدف التمييز بينها حسب جهة إصدارها (نشرة بورصة عمان، دائرة الأبحاث، 2007).

5.2.2 نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان (النجاح والإنجاز الحقيقي)

تبرز أهمية دور التكنولوجيا في تطبيقاتها المالية والمصرفية، بعد أن أدت إلى تغيرات جذرية في التنظيم المالي والمصرفي والتسويق ومصادر التمويل وواجه استخدام الأموال والمنتجات المقدّمة، حيث شهد العالم خلال السنوات الأخيرة تطوّرات كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات وشبكة المعلومات (الإنترنت)، والتي أسهمت في إحداث تغيرات إيجابية في أسواق المال الدولية، وإدراكاً لأهمية إدخال التطوّر التكنولوجي لبورصة عمان من أجل مواكبة التطوّرات الدولية ومواكبة المرحلة القادمة، باشرت بورصة عمان اعتباراً من عام 2000 العمل بنظام التداول الإلكتروني عن بعد (Remot Trading)، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي (NSC-UNIX)، وربط شركات الوساطة المتواجدة داخل مدينة عمان مع نظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة (Leased Links) وبواسطة خطوط الألياف الضوئية (Fiber Optics)، كما قامت بورصة عمان بتنفيذ مشروع الربط اللاسلكي (Wireless Communication Backup) ما بين الموقع الرئيس للبورصة والموقع الاحتياطي في مجمع بنك الإسكان وذلك لضمان استمرار الاتصال في حالة إنقطاع خط الألياف الضوئية. الأمر الذي أسهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين في البورصة، وذلك من خلال إدخال أوامر البيع والشراء كافة عن طريق أجهزة الكمبيوتر، ومن ثمّ مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً، كما أعطى نظام التداول الإلكتروني مرونة كبيرة ومعلومات فورية مختلفة، تلبي حاجات المستثمرين على المستوى المحلي والدولي والتي سهلت عليهم معرفة العمليات المنفّذة وغير المنفّذة وإجراء تحليل لأوضاع الشركات المتداولة، الأمر الذي سهّل عمليات تنفيذ الصفقات بعدالة وسرعة وسهولة.

ومن أجل نقل المعلومات التي تحدث داخل البورصة بشكل مباشر، قامت بورصة عمان بتطبيق أعلى درجات التكنولوجيا الحديثة في نشر المعلومات والنسب والمؤشرات المالية الخاصة بعمل البورصة، وتطبيق أيضاً المعايير الدولية المعمول بها للوصول إلى

أعلى درجات الإفصاح من خلال: بث معلومات التداول اليومي بشكل حي ومباشر إلكترونياً يتضمّن معلومات شاملة عن البورصة والمؤشّرات وأسعار الأسهم وعملية التداول من خلال شريط متحرك (Ticker Tape) على موقعها على شبكة (الإنترنت)، وكذلك من خلال شاشة التلفزيون الأردني، كذلك تمّ ربطها مع وكالة الأنباء العالمية رويترز ومع شبكة المعلومات لتوفير المعلومات عن جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة للعمل في البورصة للمستثمرين على المستويين المحلي والدولي لكافة، حيث تُعدّ بورصة عمان ذلك من أحد المقاييس الهامة الذي يدل على كفاءة وعدالة وشفافية أي سوق (نشرة بورصة عمان، دائرة الأبحاث، 2007).

واستمراراً للنجاح في العمل المالي المتطوّر أبقت بورصة عمان نفسها في المكان الذي حقّق لها العديد من النجاحات على الأصعدة كافة، وكان لها مشاركة كبيرة وفعّالة في التعاون العربي والأقليمي والدولي، لإكمال مشوارها، حيث كانت بورصة عمان عضواً فاعلاً في المنظمات والاتحادات التالية:

- اتحاد أسواق المال العربيّة.
- اتحاد البورصات الأوروبيّة - الآسيويّة FEAS.
- الاتحاد الدولي للبورصات WFE.
- المنظمة الدولية لهيئات الأوراق الماليّة IOSCO.
- تشارك بورصة عمان في المؤتمرات والندوات العربيّة والماليّة.
- وقعت بورصة عمان مذكرات تعاون مشترك مع عدد من البورصات العربيّة والعالميّة.
- ترأس بورصة عمان لجنة العمل في اتحاد البورصات الأوروبيّة والآسيويّة.
- ترأس بورصة عمان لجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي NSC-UNIX.
- ترأس بورصة عمان اللجنة المشرفة على الموقع الإلكتروني الخاص بالمؤسسات ذاتية الرقابة (SRO) في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق الماليّة IOSCO.
- وقعت بورصة عمان اتفاقية مع شركة داوجونز لاحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرّة.
- وقعت بورصة عمان اتفاقية مع شركة بلومبرج العالمية لبث معلومات التداول.

- كما وقعت بورصة عمان اتفاقيات الإدراج المشترك التالية:
- اتفاقية إدراج مشترك مع بورصة الكويت في عام 2000.
 - اتفاقية إدراج مشترك مع سوق البحرين للأوراق الماليّة.
 - اتفاقية تعاون مشترك مع بورصة سالونيك في عام 2003.
 - اتفاقية إدراج مشترك مع بورصة دبي وسوق أبو ظبي للأوراق الماليّة في عام 2006.

الباب الثاني:

الفصل الثالث: نشاط أسهم القطاعات الاقتصادية في بورصة عمان
المبحث الأول: تطور المؤشرات الاقتصادية على مستوى القطاعات كافة
المبحث الثاني: نشاط قطاع الصناعة الأردني داخل بورصة عمان

الفصل الثالث

المبحث الأول: تطوّر المؤشّرات الاقتصادية على مستوى القطاعات كافة

بدأ سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، تداول الأسهم في الأوّل من كانون الثاني 1978، وبقي يمارس أعماله إلى أن تمّ إنشاء بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة 1997، والبورصة: هي مؤسسة مستقلة مالياً وإدارياً. تهدف إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المدرجة. وتعدّ بورصة عمان للأوراق المالية الجهة المنظمة لعمليات التداول، وتقوم بمهام الإشراف والتدقيق على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية (سوق عمان المالي، 1996).

ومن خلال انفتاح إدارة بورصة عمان وحرصها على مواكبة أسواق المال العربيّة والعالمية، وبموجب اتفاقيتها مع بورصة باريس، تمّ تطبيق نظام التداول الالكتروني. فكان هناك تطوّر في أداء بورصة عمان (سوق عمان المالي سابقاً)، حيث إنّ بورصة عمان للأوراق المالية كغيرها من الأسواق المالية العالميّة تمر في ظروف هبوط وارتفاع في مؤشّراتها عبر الزمن (طريف، 2000)، ويمكن دراسة تطوّر نشاط بورصة عمان للأوراق المالية وأدائها من خلال تحليل حركة مؤشّرات السوق (حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، والرقم القياسي لأسعار أسهم التداول)، وبشكل عام للقطاعات المدرجة في السوق كافة كالآتي:

1.1.3 تطوّر حجم التداول الكلي في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007).

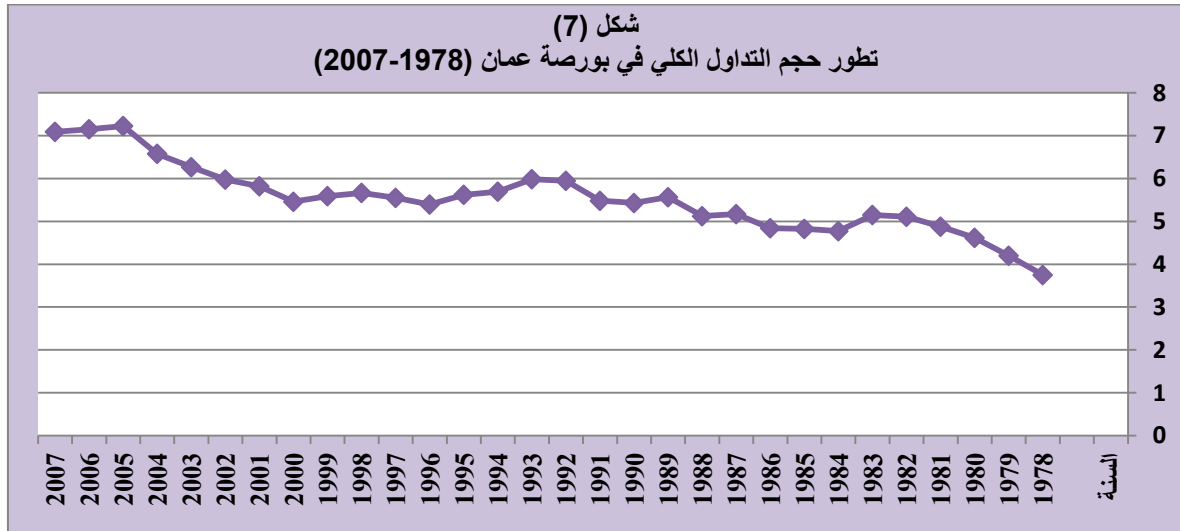
إنّ حجم التداول يعطي فكرة عامة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه بالمستقبل، حيث أنّ حجم التداول إذا كان مرتفعاً فإنّ ذلك يعني تفاؤل المستثمرين، أمّا إذا كان حجم التداول منخفضاً فإنّ ذلك يؤدّي إلى قلق المستثمرين الذين يندفعون لتصفية استثماراتهم. ويبيّن الجدول (6) حجم التداول بالمليون دينار في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدّراسة (1978-2007)، إذ يلاحظ أنّ حجم التداول قد ارتفع تدريجياً منذ إنشاء السوق من (0.561) مليون دينار عام 1978 إلى (1.2) مليار دينار عام 2007. أي بمعدل زيادة سنوية بالمتوسط (14.58%) خلال فترة الدّراسة. ويلاحظ

أيضاً بأنّ بورصة عمان قد حقّقت معدلات نمو مختلفة ومتفاوتة في حجم التداول خلال الفترة (1978-2007) وذلك نتيجة لتحسن الأوضاع الاقتصادية بارتفاع الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع الدخل المحلي، وزيادة عرض النقود، وارتفاع معدلات الاستثمار المحلي والأجنبي التي أدّت جميعها إلى إحداث تغيّر على أوضاع السوق وجعلته يحتل مكاناً أكثر أهميّة في النشاطات الاقتصادية المحليّة وأصبحت مساهمته ذا طابع مميز من حيث استقطاب الأموال وتوظيفها ثم توجيهها لخدمة الاقتصاد القومي. حيث حقّق السوق في عام 1984 أعلى نسبة انخفاض خلال فترة الدّراسة بلغت (41%) وتراجع حجم التداول من (14) مليون دينار عام 1983 إلى (5) مليون دينار عام 1984، ويعود ذلك إلى هبوط المساعدات الماليّة العربيّة، وزيادة المديونيّة الخارجيّة، وانخفاض العوائد للدول العربيّة النفطية التي تستوعب عدداً كبيراً من العمال الأردنيين وعودة بعض المغتربين الذين استغنت عنهم دول الخليج، بالإضافة إلى الحرب العراقيّة الإيرانيّة ممّا أدّى ذلك إلى تأثر العديد من الشركات الأردنيّة بهذه الظواهر خلال تلك الفترة. ثم عاود حجم التداول إلى الارتفاع خلال الفترة (1985-1987) نتيجة دعم الحكومة لقطاع الانتاج المحلي، وتشجيع الصادرات، وإصدار تشريعات جديدة حول الحوافز الضريبيّة. وفي عام 1988 عاد وانخفض حجم التداول من (14.8) مليون دينار عام 1987 إلى (13.9) مليون دينار عام 1988 بنسبة انخفاض بلغت (8.9%).

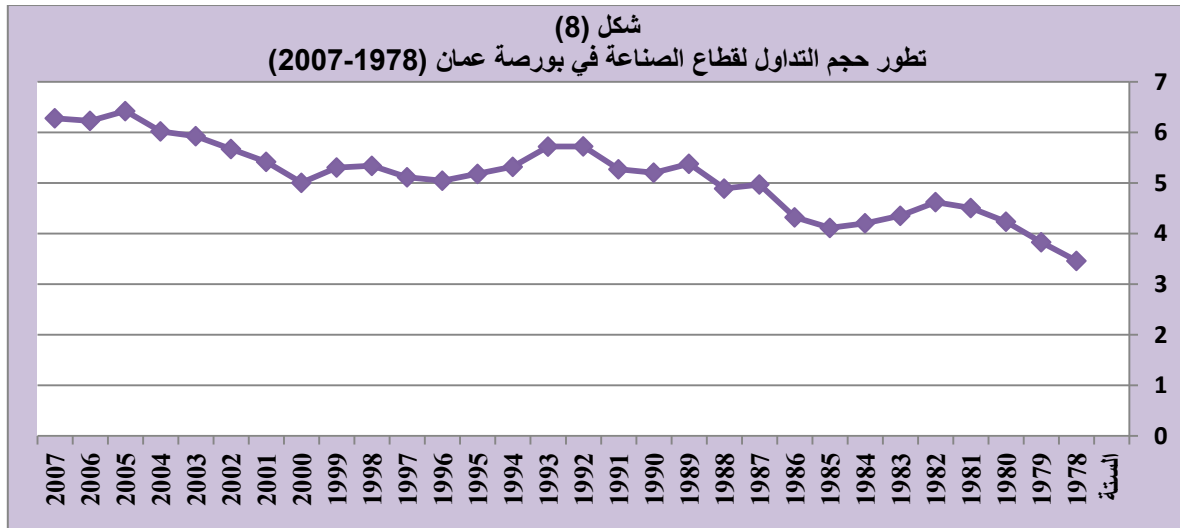
ونتيجة للتذبذبات التي حدثت على أسعار صرف العملات الأجنبية وما حدث بسوق الصرف الأردني نتيجة الضغوطات الكبيرة التي تعرض لها الدينار منذ العام 1988 التي تمخّض عنها بداية إقبال المستثمرين على اقتناء العملات الأجنبية إلى حد مبالغ فيه ممّا حدا بالمستثمرين الأردنيين بالتحوّل في حينه إلى مجالات أخرى للاستثمار كان من أهمّها الإقبال على الاستثمار في الأوراق الماليّة الأردنيّة. وقد كان للحماية الجمركيّة التي قامت بها الحكومة، وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار، وتعويم سعر الفائدة دور في ارتفاع حجم التداول عام 1989 وحقّق حجم التداول معدل نمو واضح بلغ (27.7%)، ولكن وبعد مرور عام واحد تراجع السوق ليسجل انخفاضاً بنسبة (7.3%) عام 1990. إلّا أنّه خلال الفترة الواقعة بين (1991-1993) فقد حقّق حجم التداول معدلات نمو مرتفعة عام 1992 بلغت (29.2%) وقد ارتفع حجم التداول بنسبة

كبيرة عام 1993 وحقق أعلى ارتفاع منذ بداية العمل في السوق بلغ ما يقارب (96.8) مليون دينار، ويرجع ذلك إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وتبنيها العديد من السياسات الماليّة والنقدية والتي من شأنها المحافظة على الاستقرار النقدي، وعودة المغتربين من دول الخليج واستثمار ما لديهم من مدّخرات في المملكة. وما لبث السوق خلال الفترة (1994-1996) أن تراجع بشكل كبير، ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع لدى البنوك وأدوات الدين العام، وتحديد سقف الائتمان، إضافة إلى نشاط إصدارات السوق الأولية وما رافقه من إتاحة فرص استثمارية جديدة أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتاحة حيث سجّلت أعلى قيمة إصدارات خلال فترة الدّراسة. وفي عام 1997 حقق السوق ارتفاع في حجم التداول بنسبة (14.2%) ويرجع ذلك إلى توقيع اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية، وإصدار قانون الأوراق الماليّة، وقانون الشركات، وإزالة العديد من العوائق الجمركية. إلّا أنّه في الفترة (1998-2000) عاد الانخفاض حيث سجل عام 2000 حجم تداول (28.7) مليون دينار مقابل (38.9) مليون دينار عام 1999 أي بنسبة انخفاض بلغ (7.3%). وكنتيجة للسياسات التي اتخذتها الحكومة الرامية إلى تعزيز المناخ الاستثماري في الأردن، وزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، وتخفيض أسعار الفوائد والمحافظة على عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة الانفتاح على العالم الخارجي ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقية الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية (WTO) وإنجاز مشروع منطقة العقبة الاقتصادية الخاصة (ASEZ) والمناطق الصناعيّة المؤهّلة (QIZ)، والاستمرار في تطبيق برامج الخصخصة (Privatization)، فقد شهدت الأعوام من (2001-2005) معدلات نمو مرتفعة في حجم التداول بلغت على التوالي (23.1%)، (14.2%)، (19.4%)، (20.5%)، (44.5%)، وقد حقق في عام 2005 أعلى نسبة ارتفاع خلال فترة الدّراسة في حجم التداول بلغت (44.5%)، وبحجم بلغ مقدارة (1.6) مليار دينار أردني. إلّا أنّه وفي عامي 2006-2007، فقد تراجعت معدلات النمو في حجم التداول ليسجل السوق حالة انخفاض في أحجام التداول بلغت (8.4%)، (8.6%) على التوالي، حيث بلغ حجم التداول عام 2006 (1.4) مليار دينار

مقارنة مع (1.2) مليار دينار عام 2007 ويعود سبب ذلك إلى ظروف السوق الداخليّة وارتفاع في معدلات سعر الفائدة في تلك الفترة.



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (6)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (6)

جدول (6)

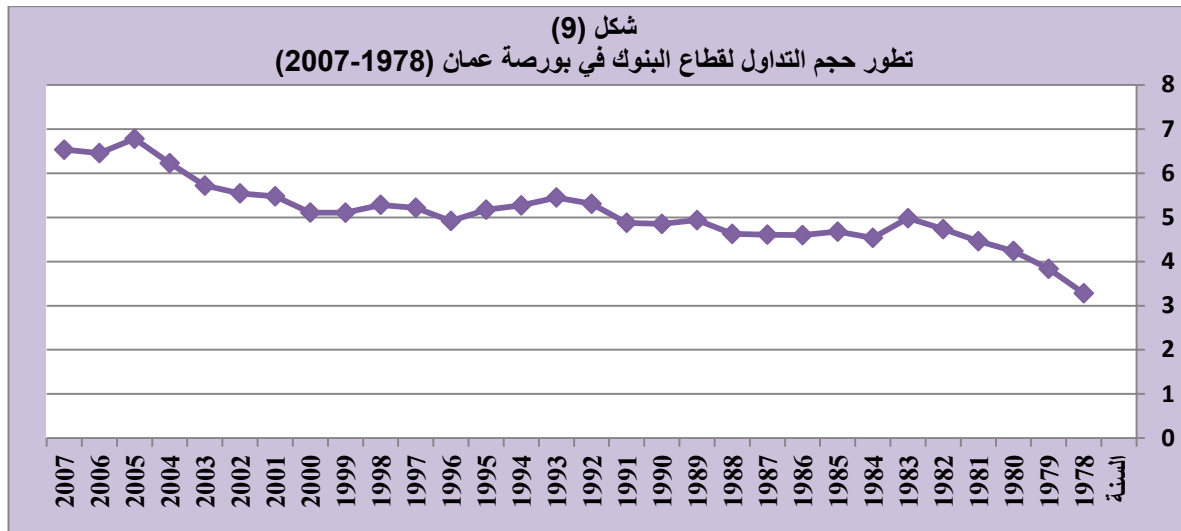
أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) التغيّر النسبي									
السنة	حجم التداول الكلي	التغيّر النسبي	حجم تداول أسهم	التغيّر النسبي	حجم تداول أسهم	التغيّر النسبي	حجم تداول أسهم	التغيّر النسبي	حجم تداول أسهم
Year	للسوق	لحجم التداول	الصناعة	الصناعة	البنوك	البنوك	الخدمات	الخدمات	التأمين
	JDm	(%)	JDm	(%)	JDm	(%)	JDm	(%)	JDm
1978	0.5616	-	0.2889	-	0.191	-	0.0606	-	0.0212
1979	1.5844	282	0.6759	233	0.6837	358	0.1315	217	0.0933
1980	4.1432	261	1.7216	254	1.7339	253	0.5945	452	0.0931
1981	7.5417	182	3.2066	186	2.8904	166	0.7829	131	0.6619
1982	12.8289	170	4.1985	130	5.4199	187	1.8553	236	1.3554
1983	14.1427	110	2.2532	53	9.5727	176	1.6634	89	0.6535
1984	5.9319	419	1.6045	71	3.4388	35	0.6247	37	0.2643
1985	6.6731	112	1.296	80	4.743	137	0.3767	60	0.2574
1986	6.9523	104	2.0981	161	3.972	83	0.4611	122	0.4213
1987	14.8168	213	9.3742	446	4.0735	102	0.6298	136	0.7405
1988	13.2626	89	7.7793	82	4.2274	103	0.9451	150	0.3099
1989	36.759	277	24.0337	308	8.6699	205	3.2714	346	0.7842
1990	26.8886	73	16.0446	66	7.1177	82	3.0841	94	0.6423
1991	30.2837	112	18.7084	116	7.5524	106	3.5436	114	0.4795
1992	88.6951	292	53.0816	283	20.2808	268	12.8019	361	2.531
1993	96.8614	109	52.5176	98	28.2552	139	12.794	99	3.2947
1994	49.5076	51	20.9182	39	18.6792	66	9.1258	71	0.7845
1995	41.8959	84	15.1814	72	14.962	80	11.0161	120	0.7364
1996	24.8584	58	11.1352	73	8.3096	55	5.103	46	0.3106
1997	35.5245	142	13.005	116	16.5446	199	5.5221	108	0.4529
1998	46.4375	137	21.8799	168	19.2665	116	4.698	85	0.5931
1999	38.9431	83	20.2935	92	12.8077	66	5.0801	108	0.7619
2000	28.7797	73	10.1028	49	12.8556	100	5.4074	106	0.4144
2001	66.2367	231	26.2935	260	30.0277	233	9.2936	171	0.622
2002	94.6704	142	47.1435	179	34.9776	116	11.4075	122	1.1419
2003	184.304	194	84.5797	179	52.4838	150	449.8669	394	2.2538
2004	378.7548	205	105.0433	124	169.2996	322	100.0693	222	4.3427
2005	1687.1052	445	264.3791	251	604.3405	356	8003.978	799	17.9879
2006	1420.9871	84	169.748	64	286.731	47	955.6068	119	8.9014
2007	1234.8102	86	191.0875	112	341.1712	118	660.6631	69	41.8886
الوسط الهندسي		14081%		12435%		12887%		13726%	12912%

المصدر:

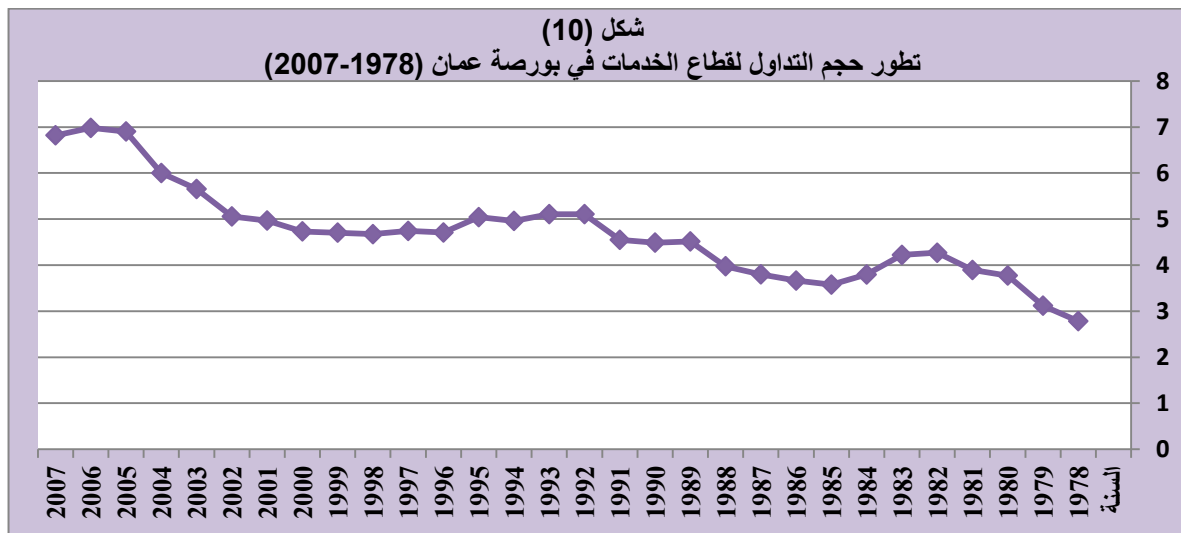
- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
- بورصة عمان، تقارير ودراسات مختلفة، (دائرة الأبحاث والعلاقات العامة).
- بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة الأردنية، أعداد مختلفة.
- الموقع الإلكتروني Amman Stock Exchange WWW.exchang.jo

- تم حساب النسب والوسط الهندسي من قبل الباحث. الوسط الهندسي (The Geometric Mean) لمجموعة من القيم = الجذر

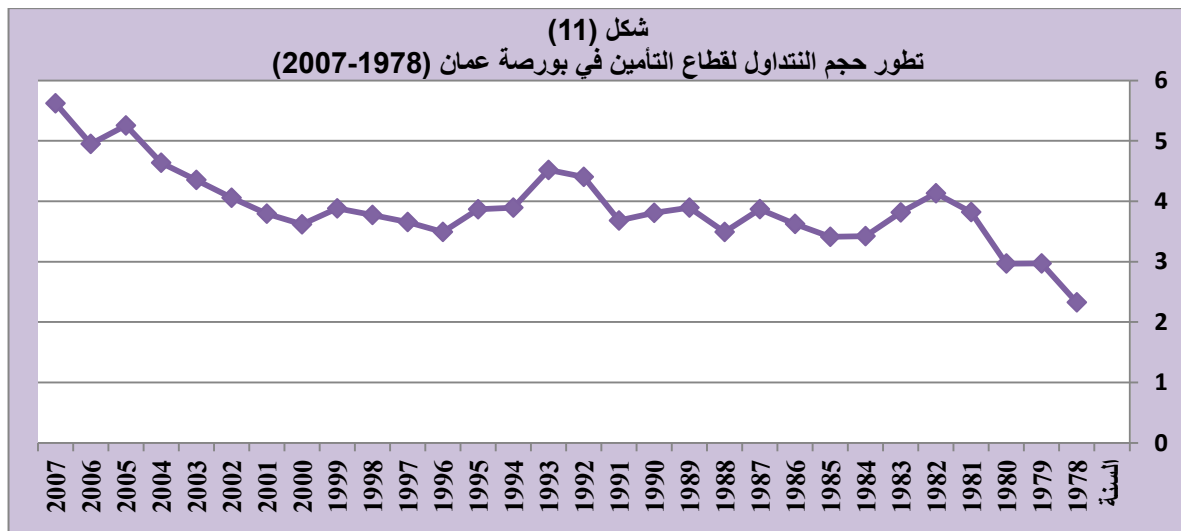
$$GM_{\bar{x}} = \sqrt[n]{x_1 x_2 x_3 \dots x_n} \quad \text{النوني (لحاصل ضرب القيم)}$$



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (6)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (6)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (6)

1.1.1.3 تطوّر حجم تداول القطاعات في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007).

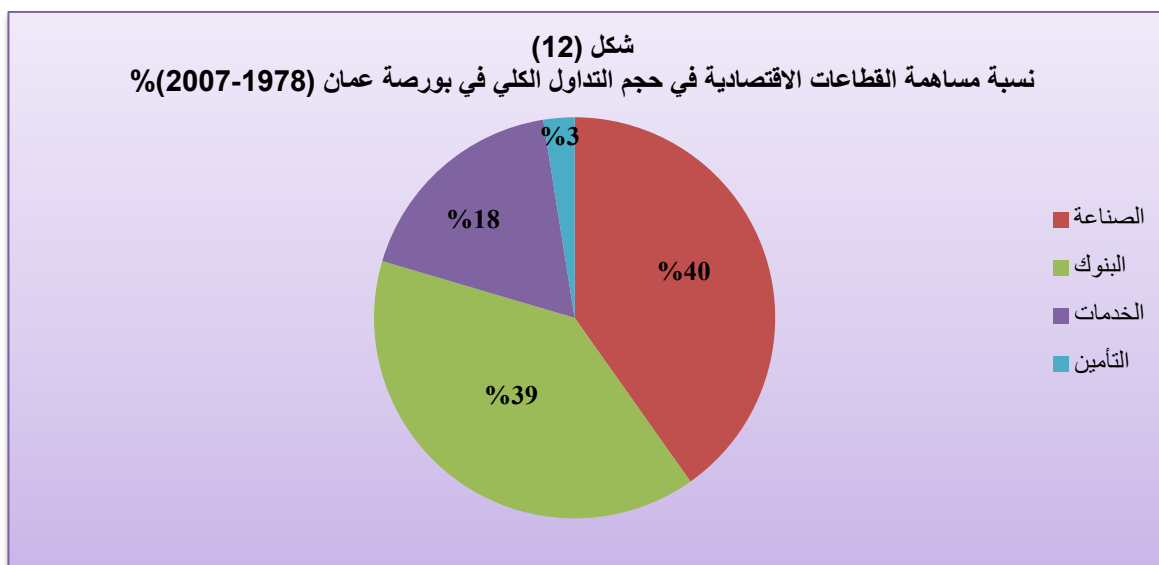
احتلّ قطاع الصناعة أعلى نسبة تداول بالمتوسط خلال فترة الدّراسة حيث بلغ متوسط نصيبه من حجم التداول الكلي (37.3%)، وجاء في المرتبة الثانية قطاع البنوك بمتوسط (36.5%)، واحتلّ قطاع الخدمات المركز الثالث بمتوسط (16.6%)، فيما احتلّ قطاع التأمين المركز الأخير بنسبة (2.3%) من حجم التداول الكلي في السوق.

وقد اختلفت نسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية في حجم التداول من سنة إلى أخرى كما هو موضح في الجدول (7) حيث بدا واضحاً من الجدول أنّ أحجام التداول لجميع القطاعات قد شهدت ارتفاعاً منذ انشاء السوق حتى نهاية فترة الدّراسة باستثناء قطاع التأمين، ويعزى ذلك إلى وجود شركات مدرجة على لوائح السوق للتداول هي شركات مساهمة عامة مع أنّها في حقيقة الأمر ما هي إلاّ شركات شبه مغلقة ويمكن أن يطلق عليها أسم الشركات العائلية لصغر عدد المساهمين. حيث حقّق قطاع البنوك أعلى نسبة حجم تداول في السوق عام 1985 وبلغت (71.1%)، بحجم تداول (4.7) مليون دينار، وما لبث أن تراجع خلال الفترة (1985-1992) ليصل في نهاية 1992 إلى نسبة منخفضة بلغت (22.9%) من حجم التداول الكلي في السوق وبحجم مقداره (20.2) مليون دينار، إلّا أنّه بنفس العام فقد حقّق قطاع البنوك معدل نمو بنسبة (26.8%)، وهكذا بقيت حالة التذبذب في نسبة حجم تداول قطاع البنوك ومعدل النمو في القطاع بالانخفاض والارتفاع حتى نهاية فترة الدّراسة حيث سجل حجم تداول البنوك نسبة ضعيفة من حجم التداول الكلي بلغت عام 2007 (27.6%)، وبشكل عام حقّق قطاع البنوك حجم تداول تراوح حول المعدل العام له في اغلب فترة الدّراسة، وقد بلغ معدل النمو لحجم التداول بالمتوسط لقطاع البنوك خلال فترة الدّراسة (12.8%). أمّا قطاع الصناعة فقد حقّق أعلى نسبة تداول له في السوق عام 1989 وبلغت (65.4%)، بحجم تداول مقداره (24.03) مليون دينار، وبمعدل نمو بنسبة (30.8%)، في حين وصل أدنى مستوى له عام 2006 بنسبة تداول بلغت (11.9%) وبحجم تداول مقداره (169.7) مليون دينار، مسجلاً بذلك انخفاض بمقداره (6.4%) عن عام 2005، والحال نفسه بالنسبة لقطاع البنوك فإنّ قطاع الصناعة تراوح حول معدله العام في أغلب فترات الدّراسة، وقد سجل معدل نمو بالمتوسط خلال فترة الدّراسة (12.4%).

أمّا قطاع الخدمات فقد حقّق أعلى معدلات تداول له في السوق خلال الفترة (2005-2007) حيث بلغت نسب حجم التداول (47.4%)، (67.2%)، (53.5%) على التوالي في حين سجل أعلى نسبة حجم تداول له في السوق عام 2006 وبلغت (67.2%)، بحجم تداول مقداره (955.6) مليون دينار، وبمعدل نمو بنسبة (11.9%)، وحقّق أعلى حجم تداول في نفس العام في حين وصل أدنى مستوى له عام 1987 بنسبة تداول بلغت (4.2%) وبحجم تداول مقداره (0.6297) مليون دينار، وقد سجل معدل نمو بالمتوسط خلال فترة الدّراسة (13.7%).

أمّا بالنسبة لقطاع التأمين والذي يعد من أضعف القطاعات من حيث حجم التداول في بورصة عمان، فإنّ أعلى نسبة تداول كحصة له من السوق كانت في عام 1982، حيث بلغت نسبة حجم التداول (10.6%)، وبحجم تداول بلغ (1.3) مليون دينار بمعدل نمو بنسبة (20.4%) بينما حقّق أعلى حجم تداول له في السوق عام 2007 بمقدار (41.8) مليون دينار، وبمعدل نسبة تداول (3.3%)، إلّا أنّه خلال الفترة (1986-2007) بدأ يتراجع بشكل واضح حيث انخفض من نسبة حجم تداول (6.1%) عام 1986 ليصل إلى أدنى مستوى له خلال فترة الدّراسة عام 2006 بنسبة مقدارها (0.62%)، وحجم تداول مقداره (8.9) مليون دينار أردني، وقد سجل معدل نمو بالمتوسط خلال فترة الدّراسة (12.9%).

وبذلك يمكن أن يعزى عدم استقرار أحجام التداول خلال فترة الدّراسة إلى عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية سابقة الذكر وكذلك العوامل والأحداث السياسيّة المتسارعة التي تشهدها المنطقة وخاصة بعد حرب الخليج الثانية والغزو الأمريكي للعراق.



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (7)

جدول (7)

JDm مساهمة القطاعات الاقتصادية في حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)

السنة	حجم التداول الكلي في السوق	حجم تداول أسهم قطاع الصناعة	نسبة حجم تداول الصناعة إلى السوق (%)	حجم تداول أسهم قطاع البنوك	نسبة حجم تداول البنوك إلى السوق (%)	حجم تداول أسهم قطاع الخدمات	نسبة حجم تداول الخدمات إلى السوق (%)	حجم تداول أسهم قطاع التأمين	نسبة حجم تداول التأمين إلى السوق (%)
Year	JDm	JDm	(%)	JDm	(%)	JDm	(%)	JDm	(%)
1978	0.5616	0.2889	51.4	0.191	34.0	0.0606	10.8	0.0212	3.8
1979	1.5844	0.6759	42.7	0.6837	43.2	0.1315	8.3	0.0933	5.9
1980	4.1432	1.7216	41.6	1.7339	41.9	0.5945	14.3	0.0931	2.2
1981	7.5417	3.2066	42.5	2.8904	38.3	0.7829	10.4	0.6619	8.8
1982	12.8289	4.1985	32.7	5.4199	42.2	1.8553	14.5	1.3554	10.6
1983	14.1427	2.2532	15.9	9.5727	67.7	1.6634	11.8	0.6535	4.6
1984	5.9319	1.6045	27.0	3.4388	58.0	0.6247	10.5	0.2643	4.5
1985	6.6731	1.296	19.4	4.743	71.1	0.3767	5.6	0.2574	3.9
1986	6.9523	2.0981	30.2	3.972	57.1	0.4611	6.6	0.4213	6.1
1987	14.8168	9.3742	63.3	4.0735	27.5	0.6298	4.2	0.7405	5.0
1988	13.2626	7.7793	58.7	4.2274	31.9	0.9451	7.1	0.3099	2.3
1989	36.759	24.0337	65.4	8.6699	23.6	3.2714	8.9	0.7842	2.1
1990	26.8886	16.0446	59.7	7.1177	26.5	3.0841	11.5	0.6423	2.4
1991	30.2837	18.7084	61.8	7.5524	24.9	3.5436	11.7	0.4795	1.6
1992	88.6951	53.0816	59.8	20.2808	22.9	12.8019	14.4	2.531	2.9
1993	96.8614	52.5176	54.2	28.2552	29.2	12.794	13.2	3.2947	3.4
1994	49.5076	20.9182	42.3	18.6792	37.7	9.1258	18.4	0.7845	1.6
1995	41.8959	15.1814	36.2	14.962	35.7	11.0161	26.3	0.7364	1.8
1996	24.8584	11.1352	44.8	8.3096	33.4	5.103	20.5	0.3106	1.2
1997	35.5245	13.005	36.6	16.5446	46.6	5.5221	15.5	0.4529	1.3
1998	46.4375	21.8799	47.1	19.2665	41.5	4.698	10.1	0.5931	1.3
1999	38.9431	20.2935	52.1	12.8077	32.9	5.0801	13.0	0.7619	2.0
2000	28.7797	10.1028	35.1	12.8556	44.7	5.4074	18.8	0.4144	1.4
2001	66.2367	26.2935	39.7	30.0277	45.3	9.2936	14.0	0.622	0.9
2002	94.6704	47.1435	49.8	34.9776	36.9	11.4075	12.0	1.1419	1.2
2003	184.304	84.5797	45.8	52.4838	28.4	449.8669	24.4	2.2538	1.2
2004	378.7548	105.0433	27.7	169.2996	44.6	100.0693	26.4	4.3427	1.1
2005	1687.1052	264.3791	15.6	604.3405	35.8	8003.978	47.4	17.9879	1.0
2006	1420.9871	169.748	11.9	286.731	20.1	955.6068	67.2	8.9014	0.6
2007	1234.8102	191.0875	15.4	341.1712	27.6	660.6631	53.5	41.8886	3.3
المجموع الوسط الهندسي			1226.7 3734%		1151.4 3657%		1178.4 1665%		90.08 233%

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
- بورصة عمان، تقارير ودراسات مختلفة، (دائرة الأبحاث والعلاقات العامة).
- بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة الأردنية، أعداد مختلفة.
- الموقع الإلكتروني [Amman Stock Exchange WWW.exchange.jo](http://www.exchange.jo)
- * تم حساب النسب من قبل الباحث.

2.1.1.3 تطوّر عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007).

إنّ عدد الأسهم أيضاً يعطي فكرة عامة عن تطوّر حركة ونشاط السوق من خلال الأسهم المتداولة ويعكس العمليات التي تتمّ داخل القطاع العامل في السوق. حيث يبيّن لنا الجدول (8) والجدول (9) تطوّر حركة عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) إذ يلاحظ من الجدول (8) أنّ إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق قد حقّق نمواً واضحاً فقد ارتفع من (0.243) مليون سهم عام 1978 إلى (447.4) مليون سهم عام 2007 وهو أعلى عدد يصل له السوق وبنسبة زيادة سنوية بالمتوسط قدرها (12.8%) خلال فترة الدّراسة. ويلاحظ أنّ السوق منذ انشائه، وحتى عام 1983 حقّق نمواً جيداً في عدد الأسهم المتداولة حيث ارتفع عدد الأسهم من (0.243) مليون سهم عام 1978 إلى (3.6) مليون سهم عام 1983، ويعود ذلك إلى ازدياد عدد الشركات المسجلة في السوق بالإضافة إلى مجمل الاصلاحات القائمة عليها الحكومة التي من شأنها زيادة الاستثمار، وفتح الفرص أمام المستثمر الأجنبي، وفي خلال الفترة الواقعة بين العامين 1984 و1990 تعرّض السوق لحالات ارتفاع، وانخفاض في معدل نمو عدد الأسهم المتداولة حيث سجل معدل انخفاض عام 1984 بلغ (7.7%)، وعام 1990 بلغ (6.9%)، وذلك بسبب تأثير أزمة الكساد التي عصفت باقتصاديات الدول الرأسماليّة والمجموعات الدوليّة الأخرى في مطلع الثمانينيات، ثم بدأً بالتحسّن تدريجياً من عام 1990 بمعدلات ارتفاع متقاربة نتيجة السياسات الحكوميّة الداعمة للإنتاج المحلي، وزيادة الرسوم الجمركيّة على السلع المستوردة المنتج لها بديلاً محلياً، وتشجيع تدفق الاستثمار الخارجي، وخلال الفترة الواقعة ضمن الأعوام (2000-1993)، انخفض عدد الشركات المسجلة في السوق، وتراجعت خلالها معدلات النمو في عدد الأسهم المتداولة في السوق حيث بلغ معدل النمو (10.4%) عام 2000، وبعد عام 2000 تطوّر عدد الأسهم بشكل ملحوظ ليسجل أعلى نسبة ارتفاع له في عام 2007 بمعدل نمو (10.9%)، عن عام 2006.

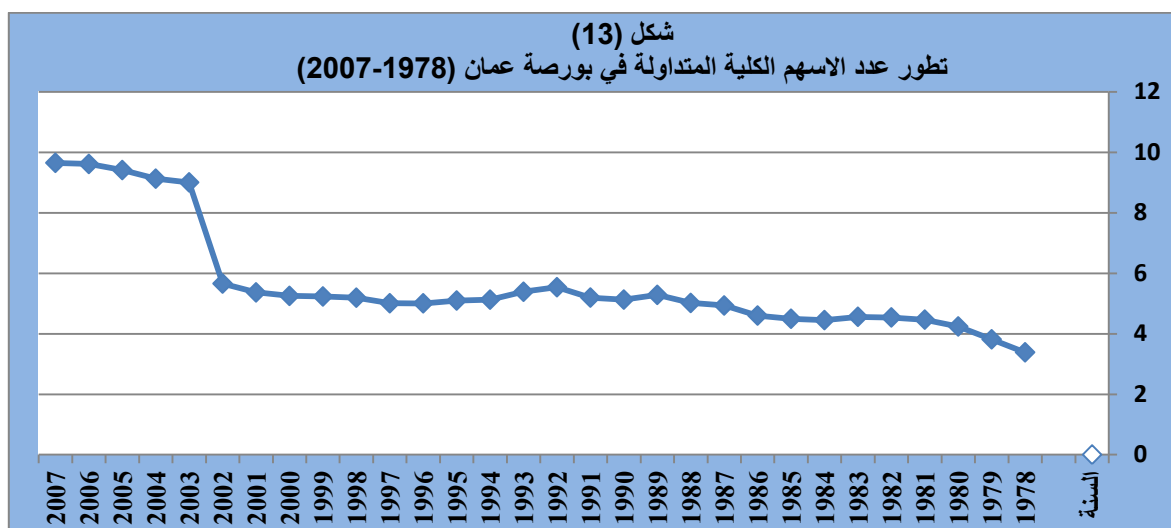
جدول (8)

مساهمة القطاعات الاقتصادية في عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) JDM

السنة Year	عدد الأسهم الكلية المتداولة	عدد أسهم قطاع الصناعة	نسبة أسهم قطاع الصناعة إلى السوق (%)	عدد أسهم قطاع البنوك	نسبة أسهم قطاع البنوك إلى السوق (%)	عدد أسهم قطاع الخدمات	نسبة أسهم قطاع الخدمات إلى السوق (%)	عدد أسهم قطاع التأمين	نسبة أسهم قطاع التأمين إلى السوق (%)
1978	0.243	0.0881	36.2	0.1014	41.7	0.046	18.9	0.0075	3.0
1979	0.6535	0.2001	30.6	0.3032	46.3	0.1293	19.7	0.021	3.2
1980	1.7398	0.51	29.3	0.7624	43.8	0.4404	25.3	0.0271	1.5
1981	2.9232	1.3903	47.5	0.9831	33.6	0.4625	15.8	0.0871	2.9
1982	3.4601	1.4705	42.4	1.0971	31.7	0.7095	20.5	0.183	5.2
1983	3.6318	1.3306	36.6	1.6418	45.1	0.5178	14.2	0.1428	3.9
1984	2.8254	1.2385	43.8	1.0729	37.9	0.3191	11.2	0.1949	6.8
1985	3.125	0.9935	31.7	1.5716	50.2	0.4219	13.5	0.1379	4.4
1986	3.9934	1.5993	40.0	1.7009	42.5	0.5007	12.5	0.1926	4.8
1987	8.5768	5.9293	69.1	1.8412	21.4	0.5123	5.9	0.2941	3.4
1988	10.4061	6.4753	62.2	2.1808	20.9	1.5431	14.8	0.2069	1.9
1989	19.2582	12.9718	67.3	2.8137	14.6	3.0742	15.9	0.3986	2.0
1990	13.4383	7.0968	52.8	2.3531	17.5	3.6356	27.0	0.3529	2.6
1991	15.6822	8.0837	51.5	3.5905	22.8	3.7508	23.9	0.2571	1.6
1992	34.476	16.7159	48.4	8.0672	23.3	8.7569	25.4	0.936	2.7
1993	24.4315	11.6299	47.6	6.9894	28.6	4.9229	20.1	0.8895	3.6
1994	13.3818	4.7778	35.7	5.6752	42.4	2.6974	20.1	0.2315	1.7
1995	12.5071	5.0605	40.4	4.4797	35.8	2.7177	21.7	0.2492	1.9
1996	10.125	5.3333	52.6	2.9239	28.8	1.7545	17.3	0.1135	1.1
1997	10.1675	4.6962	46.1	3.7403	36.7	1.5451	15.1	0.1859	1.8
1998	15.5605	9.2569	59.4	4.6729	30.0	1.3654	8.7	0.2653	1.7
1999	17.0372	10.0311	58.8	4.0667	23.8	2.7111	15.9	0.2284	1.3
2000	17.8336	9.935	55.7	3.2606	18.2	4.3296	24.2	0.3085	1.7
2001	23.2414	9.9348	42.7	6.9431	29.8	6.001	25.8	0.3626	1.5
2002	45.557	26.8605	58.9	9.3801	20.5	8.457	18.5	0.8594	1.8
2003	100.8565	46.5939	46.1	26.4328	26.2	26.2891	26.0	1.5408	1.5
2004	133.8704	48.2644	36.0	36.3229	27.1	46.9928	35.1	2.2902	1.6
2005	258.1745	66.3957	25.7	51.2268	19.8	135.0451	52.3	5.5069	2.1
2006	409.9561	109.8768	26.9	66.1088	16.1	230.4605	56.2	3.5101	0.85
2007	447.4928	133.1807	29.9	74.3066	16.6	219.6715	49.8	20.3342	4.8
المجموع الوسط الهندسي			1353 4351%		895.2 2809%		671.7 1993%		78.9 235%

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
 - بورصة عمان، تقارير ودراسات مختلفة، (دائرة الأبحاث والعلاقات العامة).
 - بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة الأردنية، أعداد مختلفة.
 - الموقع الإلكتروني WWW.exchang.jo Amman Stock Exchange
- * تم حساب النسب من قبل الباحث.



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)

3.1.1.3 تطوّر عدد الأسهم المتداولة للقطاعات في بورصة عمان خلال الفترة (2007-1978).

بما أنّ الحال نفسه في حجم التداول فقد احتلّ قطاع الصناعة المرتبة الأولى بالنسبة إلى عدد الأسهم المتداولة في السوق فقد كان نصيبه من السوق بالمتوسط (43.51%)، وهي نسبة عالية مقارنة مع القطاعات الأخرى، في حين وصل أعلى نسبة له عام 1987 حيث كانت (69.1%) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، وقد بلغ أعلى عدد أسهم متداولة لقطاع الصناعة (133.1) مليون سهم عام 2007 وكان أعلى معدل نمو قد حقّقه القطاع عام 1987، حيث حقّق نسبة نمو (37%)، أمّا معدل النمو السنوي فقد بلغ (12.7%) خلال فترة الدّراسة. وجاء قطاع البنوك في المرتبة الثانية من حيث عدد الأسهم المتداولة، حيث حقّق متوسط نسبة تداول (28.5%) من إجمالي عدد الأسهم، وكانت أعلى نسبة تداول لأسهم قطاع البنوك بالنسبة إلى السوق في عام 1985، حيث بلغت (50.2%). في حين كان أكبر عدد أسهم تمّ تداولها في عام 2007 وبلغ (74.3) مليون سهم أمّا معدل النمو السنوي فقد بلغ (12.5%) خلال فترة الدّراسة.

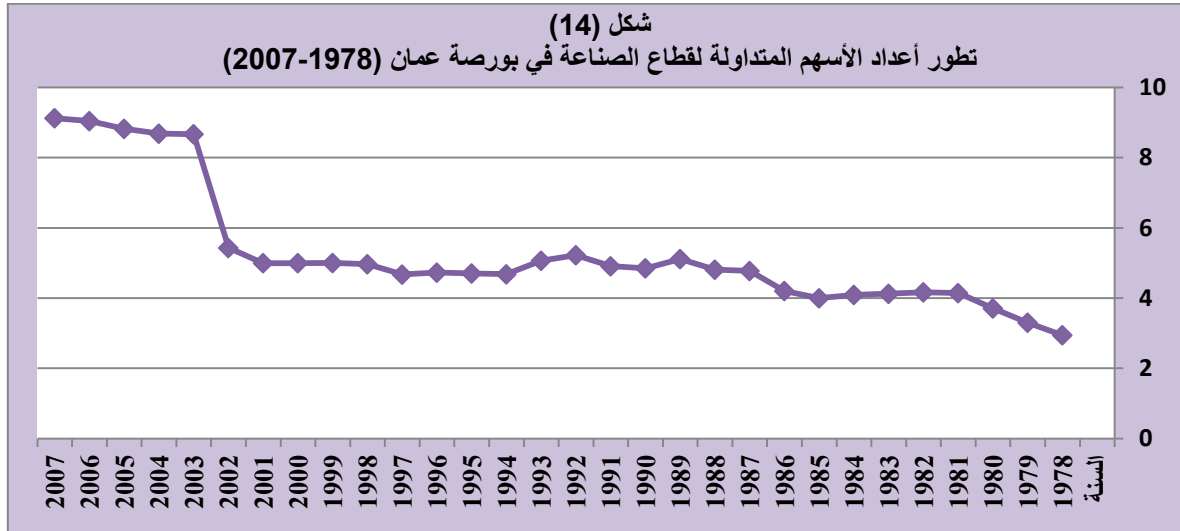
أمّا فيما يتعلّق بقطاع الخدمات فقد حقّق أعلى نسبة تداول له في عام 2006 حيث بلغت (56.2%) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، حيث حقّق متوسط نسبة تداول (19.9%) من إجمالي عدد الأسهم، في حين بلغ أكبر عدد للأسهم المتداولة لقطاع

الخدمات عام 2006 وبلغ (230.4) مليون سهم وكان أعلى معدل نمو له عام 1980 حيث حقّق نسبة نمو (34%) أمّا معدل النمو السنوي فقد بلغ (13.3%) خلال فترة الدّراسة. ويمكن الإشارة إلى أنّ قطاع الخدمات قد احتلّ المرتبة الأولى في السنوات الثلاث الأخيرة منذ عام 2005 في ارتفاع عدد الأسهم المتداولة، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة في عام 2005 (135.0) مليون سهم وعام 2006 (230.4) مليون سهم وعام 2007 (219.6) مليون سهم على التوالي حيث شهد هذا القطاع اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين والحكومة لكونه يُعدّ من القطاعات المرنة في الاقتصاد التي تتغير استجابة للظروف الاقتصادية حيث شهد الاقتصاد الأردني في تلك الفترة انتعاشاً في مجال الاستثمار الأجنبي والذي يشكّل نسبة الأكبر منه في قطاع الخدمات. ونلاحظ أنّ قطاع الصناعة قد حقّق المرتبة الثانية بعد قطاع الخدمات في ارتفاع عدد الأسهم المتداولة حيث بلغ في عام 2005 (66.3) مليون سهم وفي عام 2006 (109.8) مليون سهم، وفي عام 2007 (133.1) مليون سهم. أمّا قطاع البنوك فقد حقّق ارتفاعاً أيضاً ولكن ليس بنفس نسبة قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة في عام 2005 (51.2) مليون سهم وفي عام 2006 (66.1) مليون سهم وفي عام 2007 (74.3) مليون سهم.

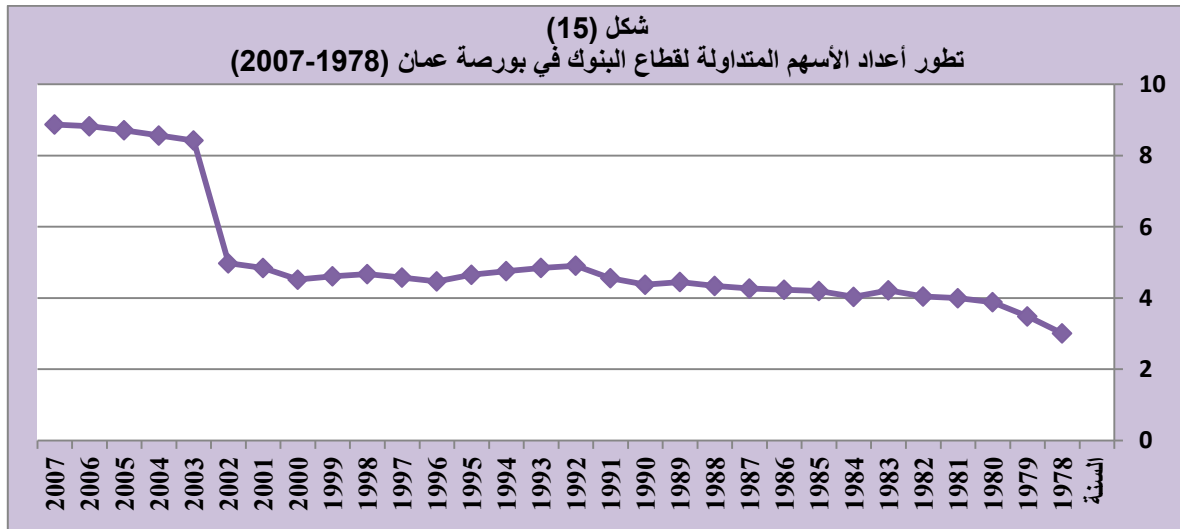
وفي المرتبة الأخيرة من القطاعات يأتي قطاع التأمين، حيث بلغ أعلى نسبة تداول له عام 1984 حيث بلغت (6.8%) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، في حين بلغ أكبر عدد للأسهم المتداولة لقطاع التأمين عام 2007 وبلغ (20.3) مليون سهم حيث حقّق متوسط نسبة تداول (2.35%) من إجمالي عدد الأسهم، وكان أعلى معدل نمو له عام 2007 حيث حقّق نسبة نمو (57.9%)، أما معدل النمو السنوي فقد بلغ (13.07%) خلال فترة الدّراسة ويرجع سبب انخفاض عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين إلى أنّ معظم شركات التأمين تمتاز بقلة عدد المساهمين فيها.

لدى تحليل أعداد الأسهم في السنوات الثلاث الأخيرة نرى أنّ قطاع الخدمات على الرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداول فيه واحتلاله المرتبة الأولى، إلّا أنّه حقّق انخفاضاً في السنة الأخيرة، أمّا باقي القطاعات فقد حقّقت ارتفاعاً في السنوات الأخيرة وكانت أعلى نسبة تغيّر حدثت في قطاع التأمين عندما حقّق القطاع تغييراً نسبياً مقداره

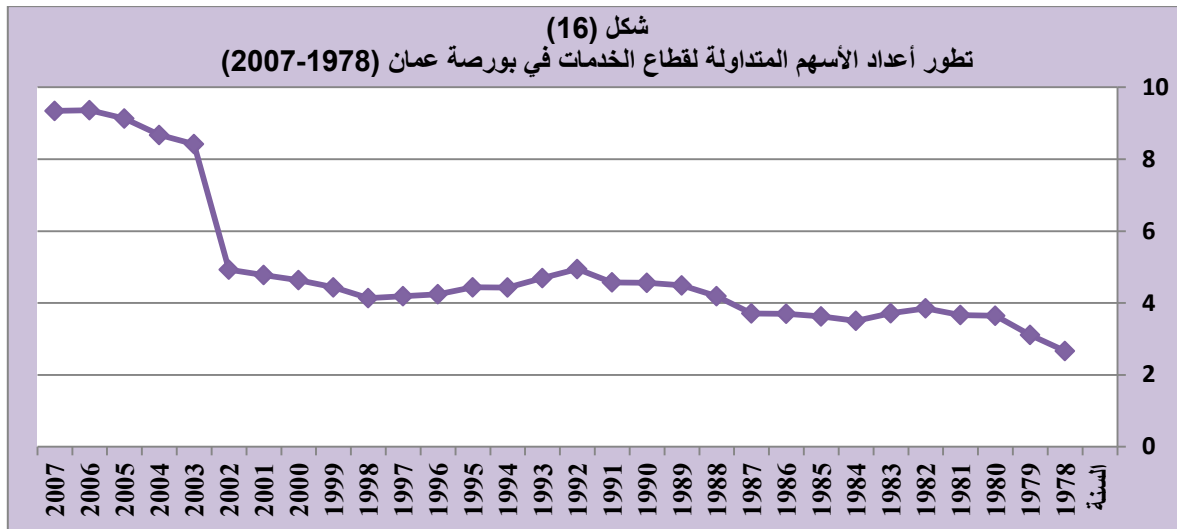
(57.9%) كان من أحد أسبابه ارتفاع عدد شركات التأمين المسجلة لدى بورصة عمان، وارتفاع إعداد الأفراد المشتركين بالتأمين نتيجة انتشار الوعي لدى الافراد بالمنافع التأمينية.



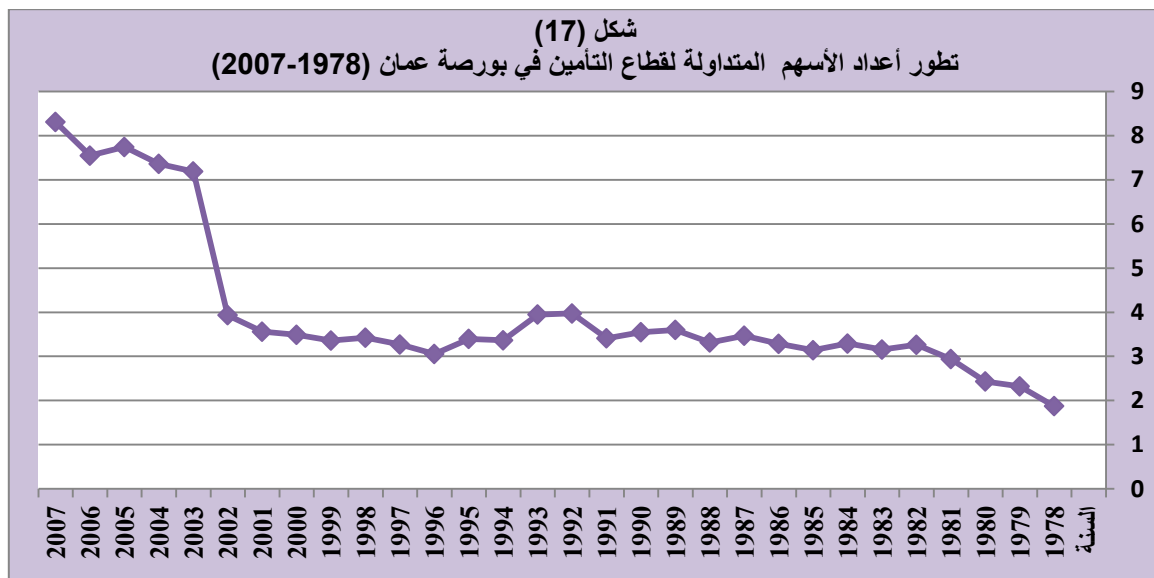
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)



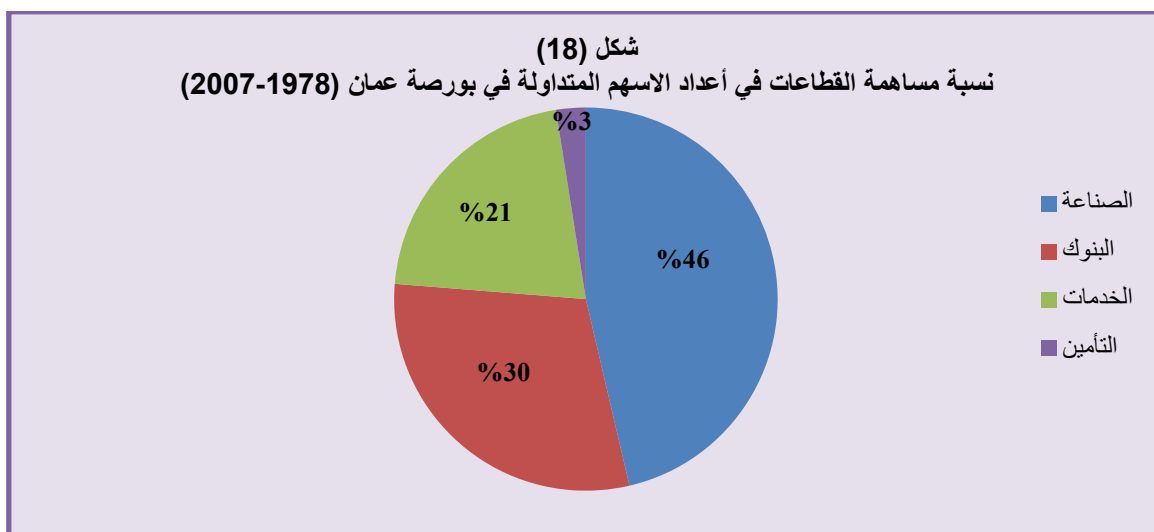
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (8)

جدول (9)

أعداد الأسهم المتداولة قطاعياً في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) التغيّر النسبي

السنة	عدد الأسهم المتداولة	التغيّر النسبي	عدد الأسهم المتداولة	التغيّر النسبي	عدد الأسهم المتداولة	التغيّر النسبي	عدد الأسهم المتداولة	التغيّر النسبي	عدد الأسهم المتداولة	التغيّر النسبي
Year	في السوق	بشكل عام (%)	في قطاع الصناعة (%)	في قطاع البنوك (%)	في قطاع البنوك (%)	في قطاع البنوك (%)	في قطاع الخدمات (%)	في قطاع التأمين (%)	في قطاع التأمين (%)	في قطاع التأمين (%)
1978	0.243	-	0.0881	-	0.1014	-	0.046	-	0.0075	-
1979	0.6535	269	0.2001	227	0.3032	299	0.1293	281	0.021	279
1980	1.7398	266	0.51	254	0.7624	251	0.4404	340	0.0271	129
1981	2.9232	168	1.3903	272	0.9831	128	0.4625	105	0.0871	312
1982	3.4601	118	1.4705	105	1.0971	111	0.7095	153	0.183	210
1983	3.6318	104	1.3306	90	1.6418	149	0.5178	72	0.1428	78
1984	2.8254	77	1.2385	80	1.0729	65	0.3191	61	0.1949	136
1985	3.125	110	0.9935	80	1.5716	146	0.4219	132	0.1379	70
1986	3.9934	127	1.5993	160	1.7009	108	0.5007	118	0.1926	139
1987	8.5768	214	5.9293	370	1.8412	108	0.5123	102	0.2941	152
1988	10.4061	121	6.4753	109	2.1808	118	1.5431	301	0.2069	70
1989	19.2582	185	12.9718	200	2.8137	129	3.0742	199	0.3986	192
1990	13.4383	69	7.0968	54	2.3531	83	3.6356	118	0.3529	88
1991	15.6822	116	8.0837	113	3.5905	152	3.7508	103	0.2571	72
1992	34.476	219	16.7159	206	8.0672	224	8.7569	233	0.936	364
1993	24.4315	70	11.6299	69	6.9894	86	4.9229	56	0.8895	95
1994	13.3818	54	4.7778	41	5.6752	81	2.6974	54	0.2315	26
1995	12.5071	93	5.0605	105	4.4797	78	2.7177	100	0.2492	107
1996	10.125	80	5.3333	105	2.9239	65	1.7545	64	0.1135	45
1997	10.1675	100	4.6962	88	3.7403	127	1.5451	88	0.1859	163
1998	15.5605	153	9.2569	197	4.6729	124	1.3654	88	0.2653	142
1999	17.0372	109	10.0311	108	4.0667	87	2.7111	198	0.2284	86
2000	17.8336	104	9.935	99	3.2606	80	4.3296	159	0.3085	135
2001	23.2414	130	9.9348	99	6.9431	212	6.001	138	0.3626	117
2002	45.557	196	26.8605	270	9.3801	135	8.457	140	0.8594	237
2003	100.8565	221	46.5939	173	26.4328	281	26.2891	310	1.5408	179
2004	133.8704	132	48.2644	103	36.3229	137	46.9928	178	2.2902	148
2005	258.1745	192	66.3957	137	51.2268	141	135.0451	287	5.5069	240
2006	409.9561	158	109.8768	165	66.1088	129	230.4605	170	3.5101	63
2007	447.4928	109	133.1807	121	74.3066	112	219.6715	95	20.3342	579
الوسط الهندسي		12896%		12754%		12507%		13337%		13070%

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
 - بورصة عمان، تقارير ودراسات مختلفة، (دائرة الأبحاث والعلاقات العامة).
 - بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة الأردنية، أعداد مختلفة.
 - الموقع الإلكتروني WWW.exchang.jo Amman Stock Exchange
- * تم حساب النسب من قبل الباحث.

2.1.3 الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان للفترة (1978-2007)

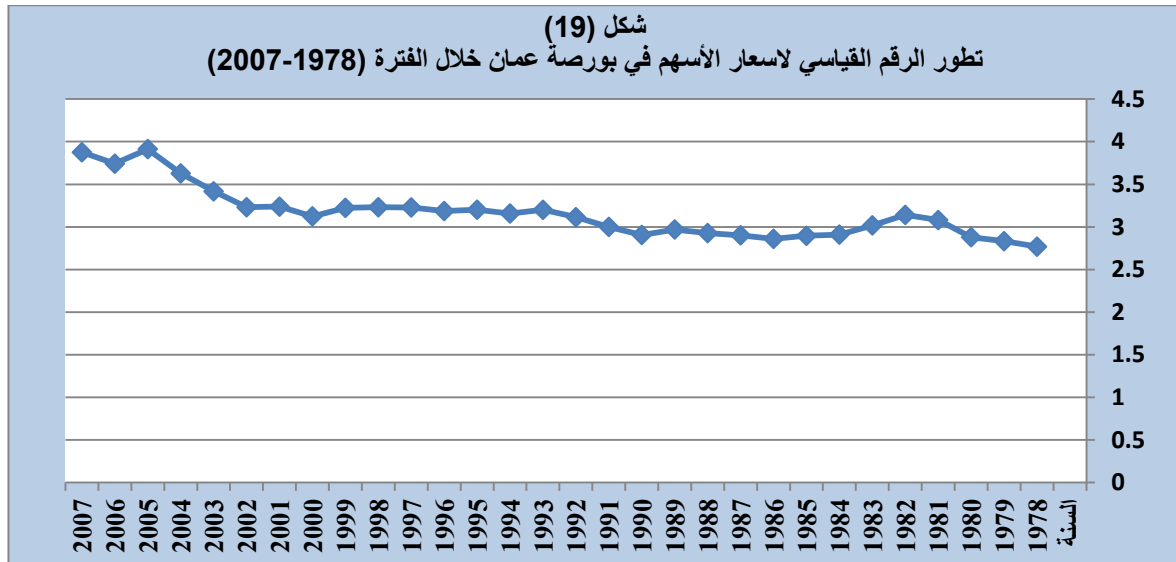
بدأ سوق عمان للأوراق المالية باحتساب مؤشر لقياس حركة أسعار الأسهم عام 1980. وفي عام 1992 قام السوق بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بعمل مراجعة للرقم المستخدم وتم تعديله ليكون أكثر تمثيلاً لحركة أسعار الأسهم وعند تكوين عينة الرقم القياسي تمّ اعتماد خمسة معايير هي: عدد أيام التداول، قيمة الشركة السوقية، معدل دوران السهم، وحجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة للشركة. ويشتمل الآن الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية باعتبار 1991 سنة الأساس على بيانات 62 شركة من أصل 139 شركة مدرجة في السوق آنذاك (طريف، 2000)، وبالإضافة إلى هذا الرقم يتم احتساب أرقام قياسية تعكس حركة أسعار الأسهم حسب القطاعات الأربع المدرجة في السوق وهي: قطاع الصناعة، وقطاع البنوك، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات.

يبين الجدول (10)، تطوّر حركة الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع من (585.6) نقطة عام 1978 إلى (1727.3) نقطة عام 2007، أي أنه تضاعف ثلاث مرات تقريباً.

ويبين الجدول رقم (10) أنّ الاتجاه العام لحركة الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم هو الارتفاع خلال فترة الدراسة. فمنذ إنشاء السوق عام 1978 وحتى عام 1982 حقّق السوق نجاحاً ملحوظاً في نمو أسعار الأسهم، وحقّق أعلى معدل نمو في أسعار الأسهم عام 2005، حيث ارتفع الرقم القياسي لأسعار الأسهم من (4245.6) نقطة عام 2004 إلى (8191.5) نقطة عام 2005 بزيادة قدرها (19.2%)، ويرجع ذلك إلى الإقبال الشديد على التداول بالأوراق المالية المتوفرة في السوق الذي أدّى إلى زيادة حجم طلبات الشراء وعدم توفر عروض بيع بنفس الحجم، مما أدّى إلى وجود اختناقات في المزادة وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم. إلّا أنّه وخلال الفترة (1983-1986) تراجعت معدلات النمو وسجلت معدلات نمو سالبة، حيث انخفض الرقم القياسي العام للأسعار من (1382.5) نقطة عام 1982 إلى (1042.1) نقطة عام 1983، وبنسبة انخفاض (7.5%)، ومن أهم أسباب ذلك التراجع هو: الحرب العراقية الإيرانية، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج. أمّا خلال الفترة (1987-1993) فقد حقّق الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم معدلات نمو موجبة

ومتفاوتة باستثناء عام 1990 حيث كان النمو منخفضاً بمعدل (8.6%) ويعزى هذا التحسن إلى مرور الاقتصاد الأردني بمرحلة التصحيح الاقتصادي، وقد سجّل الرقم القياسي العام أعلى نسبة انخفاض وصلها السوق خلال فترة الدّراسة في عام 2006 وبنسبة (6.7%) عند النقطة (5518.1).

ويمكن أن نجمل التطوّر الذي حدث للرقم القياسي العام خلال فترة الدّراسة بأنّه كان متذبذباً من سنة إلى أخرى بين الارتفاع والانخفاض، حيث كان معدل التغيّر السنوي للرقم القياسي العام للأسعار في بورصة عمان خلال فترة الدّراسة (10.9%).



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (10)

1.2.1.3 الرقم القياسي لأسعار أسهم القطاعات في بورصة عمان للفترة (2007-1978).

إنّ التطوّر في الرقم القياسي العام جاء نتيجة اتجاه أسعار الأسهم حسب القطاعات نحو الارتفاع، ولكن بنسب متفاوتة من قطاع لآخر، ففي حين كان متوسط التغيّر السنوي لقطاع البنوك (11.2%)، وهو أعلى من معدل التغيّر العام، لذلك سيكون تأثيره على نسبة تغير الرقم القياسي العام أكبر من أيّ قطاع آخر، يتبعه في ذلك قطاع الصناعة في المرتبة الثانية بمعدل تغير سنوي (10.8%) بالمتوسط ويأتي قطاع التأمين بالمرتبة الثالثة بمعدل تغير سنوي (10.7%)، وأخيراً قطاع الخدمات بمعدل تغير سنوي (10.3%) بالمتوسط. وبالتالي يمكن أن نوضّح بأنّه كلما زادت امكانية تسويق السهم بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي نفذت فيه آخر صفقات عليه فإنّه يشار إلى هذا

السهم بأنّه على درجة عالية من السيولة، حيث إنّ سيولة الأسهم مرتبطة بسرعة تسويقها من ناحية، والاستقرار في سعرها (انخفاض درجة التقلب) من ناحية أخرى، حيث يميل المستثمر بشكل عام إلى دفع سعر أعلى لشراء السهم الذي يمكن إعادة بيعه بسرعة ودون خسائر، أي السهم مرتفع السيولة. وعلى العكس من ذلك حالة السهم الذي يتصف بضعف السيولة. إذ إنّ المشتري قد يوافق على شرائه بسعر متدن ليضمن تحقيق عائد إذا ما اضطر إلى بيعه وتحمل تكاليف إضافية في محاولته للتخلّص منه، وهذا ما يدعم صحة النظرية القائلة بأنّ الرقم القياسي لأسعار أسهم القطاع الصناعي يتمتع بسيولة عالية وذلك عندما حقّق القطاع الصناعي ثالث أقل قطاع في تقلب الرقم القياسي بعد قطاع الخدمات وقطاع التأمين ونسبة بلغت بالمتوسط (10.8%) خلال فترة الدّراسة.

لقد حقّق قطاعا البنوك والتأمين أعلى معدل نمو لهما في أعوام مختلفة حيث حقّق قطاع البنوك في عام 2005 معدل نمو (23.3%) عند نقطة بلغت (16892.0)، أمّا قطاع التأمين فقد حقّق أعلى معدل نمو له في عام 1981 بنسبة (23.1%) عند نقطة بلغت (1628.1)، وهذا انعكس على الرقم القياسي العام حيث حقّق أعلى معدل نمو له في عام 2005 وبمعدل بلغ (19.2%) عند نقطة (8191.5).

أمّا قطاع الصناعة فقد حقّق أعلى معدل نمو له في عام 2007 بنسبة (18.2%) عند نقطة (4565.5)، كذلك قطاع الخدمات فقد حقّق أعلى معدل نمو له في عام 2005 بنسبة (17.7%) عند نقطة (3332.5)، وقد حقّقت جميع القطاعات العاملة في البورصة (الصناعة، والبنوك، والخدمات، والتأمين) أعلى نسبة انخفاض خلال فترة الدّراسة (6.6%) عام 1998 (6.3%) عام 2006 (6.7%) عام 1983 (5.6%) عام 2006 على التوالي. أمّا الرقم القياسي العام فقد حقّق أعلى انخفاض له في عام 2006 بنسبة بلغت (6.7%) عند نقطة (5518.1). مما يدل على أنّ قطاع التأمين قد حقّق أعلى معدل انخفاض من بين جميع القطاعات خلال فترة الدّراسة.

جدول (10)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007) التغيّر النسبي (1991 = 1000)

السنة	الرقم القياسي	التغيّر النسبي	الرقم القياسي	التغيّر النسبي	الرقم القياسي	التغيّر النسبي	الرقم القياسي	التغيّر النسبي	الرقم القياسي	التغيّر النسبي
Year	القطاع	(%)	القطاع	(%)	القطاع	(%)	القطاع	(%)	القطاع	(%)
1978	585.6	-	423.5	-	511.7	-	936.8	-	580.6	-
1979	679.3	116	540.8	127	615.8	120	929.4	99	688.7	118
1980	757.5	111	618.7	114	788.2	127	961.0	103	702.5	102
1981	1201.8	156	796.6	128	1237.7	157	1301.1	135	1628.1	231
1982	1382.5	115	769.1	96	1653.9	133	1584.6	121	1816.8	111
1983	1042.1	75	561.9	73	1496.3	90	1066.0	67	1314.7	172
1984	811.8	77	488.9	87	1013.5	67	842.9	79	1039.9	79
1985	786.0	96	474.9	97	1032.6	101	750.9	89	1039.3	99
1986	723.5	92	473.2	99	984.0	95	625.5	83	942.1	90
1987	796.9	110	520.8	110	950.7	96	646.8	103	1257.6	133
1988	845.1	106	585.7	112	982.8	103	746.3	115	1186.6	94
1989	932.7	110	830.7	141	1069.0	108	934.9	125	912.5	76
1990	804.3	86	730.7	87	928.0	86	801.1	85	770.7	84
1991	1000.0	124	1000.0	136	1000.0	107	1000.0	124	1000.0	129
1992	1299	129	1452	145	1156	115	1613	161	1440.0	144
1993	1585	122	1542	106	1642	142	1437	89	1598.0	110
1994	1436	90	1281	83	1578	96	1314	91	1382.0	86
1995	1591.7	110	1299.5	101	1882.5	119	1299.1	98	1307.7	94
1996	1534.6	96	1161.5	89	1943.5	103	1153.4	88	1207.6	92
1997	1692.4	110	1155.2	99	2323.4	119	1166.2	101	1228.5	101
1998	1701.3	100	769.3	66	2817.3	121	1090.0	93	1246.9	101
1999	1673.5	98	962.3	125	2519.2	89	1106.1	101	1237.1	99
2000	1330.5	79	751.5	78	1987.3	78	998.1	90	1197.4	96
2001	1727.2	129	917.2	122	2752.0	138	1093.9	109	1332.0	111
2002	1700.2	98	1016.1	110	2556.6	92	1060.2	96	1499.3	112
2003	2614.5	153	1481.6	145	4433.6	173	1266.7	119	2287.6	152
2004	4245.6	162	2526.9	170	7230.9	163	1874.4	147	3726.9	162
2005	8191.5	192	2903.4	114	16892.0	233	3332.5	177	7382.4	198
2006	5518.1	67	2507.6	86	10704.7	63	2286.6	68	4156.3	56
2007	7519.3	136	4565.5	182	13886.7	129	2740.3	119	4900.4	117
الوسط الهندسي		109%		108%		112%		103%		107%

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
- بورصة عمان، تقارير ودراسات مختلفة، (دائرة الأبحاث والعلاقات العامة).
- بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة الأردنية، أعداد مختلفة.
- الموقع الإلكتروني WWW.exchang.jo Amman Stock Exchange
- * تم حساب النسب من قبل الباحث.
- درجة التقلب (الاستقرار) = متوسط معدل التغيّر النسبي في الرقم القياس لأسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة.

الفصل الثالث

المبحث الثاني: نشاط قطاع الصناعة الأردني داخل بورصة عمان

1.2.3 تمهيد

أبدت الحكومة استعداداً واضحاً للنهوض بالاقتصاد القومي منذ نهاية السبعينيات من القرن الماضي، حيث قامت بالكثير من الإصلاحات الهيكلية في الاقتصاد، وإنشاء بنية تحتية تنموية تخدم جميع الأغراض، وصولاً إلى النهوض بالقطاعات الاقتصادية كافة في شتى مجالات الحياة، وقامت الحكومة على تطوير الكثير من أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، وقد سعت من خلال بورصة عمان للأوراق المالية استقطاب العديد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، حيث كان القطاع الصناعي من أقوى القطاعات الاقتصادية نشاطاً داخل البورصة بعد أن حقّق أعلى نسبة حجم تداول خلال فترة الدراسة بمعدل (37.3%) من إجمالي حجم التداول الكلي في السوق، وبمعدل نمو بالمتوسط خلال فترة الدراسة بلغت (12.4%). كذلك حقّق أكثر القطاعات تداولاً لعدد الأسهم خلال فترة الدراسة، حيث كان نصيبه من السوق بالمتوسط (43.5%)، وبمعدل نمو سنوي بلغ (12.7%) خلال فترة الدراسة. ولدى استعراض الأعوام الثلاثة (2005، 2006، 2007) نلاحظ بأن قطاع الصناعة قد حقّق أرقام عالية في تلك السنوات من حيث حجم التداول، وأعداد الأسهم المتداولة، وحصل على معدلات نمو فاقت القطاعات الأخرى، حيث أثبت القطاع بأنه قادر على تجاوز العقبات والمضي نحو تحقيق المزيد من النجاحات. ويوضح الجدول (11) شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان لعام 2007، بواقع (66) منشأة وشركة في مختلف الأصناف، حيث شهد عام 2007 تطوراً كبيراً وملحوظاً في إنشاء وتأسيس العديد من الشركات المساهمة العامة ممّا أدّى إلى ارتفاع الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى (245) شركة مقابل (227) شركة مدرجة في نهاية عام 2006، وبذلك يسهم قطاع الصناعة بنسبة (27%)، من إجمالي عدد الشركات العاملة في بورصة عمان، وبحجم تداول مرتفع بلغ ما يقارب (191) مليون دينار وعدد أسهم ما يقارب (133) مليون سهم عام 2007، كما قد ارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى 5.4 مليار دينار مقارنة مع 4.6 مليار

دينار بنهاية 2006 وذلك نتيجة ارتفاع عدد الشركات المدرجة، وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها (بورصة عمان للأوراق الماليّة، تقرير دائرة الدراسات، 2007). ولدى استعراض الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان، يبيّن الجدول (11) أنّ أغلبها تميّز بارتفاع حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة خلال عام 2007، حيث احتلت شركة مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والألكترونية المرتبة الأولى من بين الشركات الأخرى من حيث حجم التداول الذي بلغ (613) مليون دينار وكذلك من حيث عدد الأسهم (257) مليون سهم، وقد عدّت هذه الشركة من ضمن الشركات العشر الأولى الأكبر من حيث حجم التداول وعدد الأسهم على مستوى السوق يليها شركة الموارد الصناعيّة الأردنيّة، وشركة الصناعيّة التجاريّة الزراعية/الانتاج. وباستمرار مساهمة السوق الأردني في تنمية وتوجيه الموارد المحليّة، وتوظيفها في المشروعات الانتاجيّة، سيتم خلق العديد من الفرص أمام المستثمرين في توظيف أموالهم في شتى المجالات، الأمر الذي سينعكس إيجاباً على القطاعات الاقتصاديّة ومن ضمنها القطاع الصناعي بوصفه أحد القطاعات الرائدة في الاقتصاد الأردني.

جدول (11)

نشاط أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان لغاية عام 2007

الرقم	أسم الشركة	حجم الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة
1	دار الدواء للتنمية والاستثمار	58.541.591	9.717.898
2	الأردنية لإنتاج الأدوية	2.338.591	1.336.742
3	العربية لصناعة الأدوية	11.276.685	2.389.905
4	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية	2.494.771	702.912
5	الحياة للصناعات الدوائية	126.775	84.828
6	المركز العربي للصناعات الدوائية	923.317	385.197
7	الصناعية التجارية الزراعية/الانتاج	92.899.614	105.131.222
8	الموارد الصناعية الأردنية	135.364.421	140.654.207
9	الوطنية لصناعة الكلورين	3.395.214	2.605.321
10	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	7.530.036	5.228.948
11	المتكاملة للمشاريع المتعددة	9.970.872	5.193.504
12	السلفو كيمويات الأردنية	6.189.041	2.369.918
13	الصناعات والكبريت الأردنية/جيمكو	824.391	395.072
14	الصناعات الكيمائية الأردنية	576.495	153.250
15	العالمية للصناعات الكيمائية	1.079.933	587.601
16	المتصدرة للأعمال والمشاريع	3.189.933	262.127
17	مصانع الورق والكرتون الأردنية	258.241	105.285
18	العربية للمشاريع الاستثمارية	38.412.324	35.209.631
19	اللؤلؤ لصناعة الورق الصحي	4.800.716	2.640.799
20	الإقبال للطباعة والتغليف	9.716.511	6.769.079
21	الاتحاد للصناعات المتطورة	404.435	107.409
22	الوطنية للدواجن	598.951	312.030
23	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19.919.975	26.641.013
24	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	11.348.886	2.670.407
25	دار الغذاء	589.963	336.991
26	عافية العالمية- الأردن	1.573.324	474.263
27	أمانة للاستثمار الزراعية والصناعية	33.620.138	38.954.077
28	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	1.827.263	1.410.506
29	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	5.613.887	1.679.985
30	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	11.332.289	10.345.956
31	الألبان الأردنية	698.138	341.340
32	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	171.277	103.356
33	الدخان والسجائر الدولية	27.675.613	9.868.201

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، 2007.
- الموقع الإلكتروني . Amman Stock Exchange WWW.exchang.jo

يتبع جدول (11)

نشاط أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان لغاية عام 2007

الرقم	اسم الشركة	حجم الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة
34	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	4.600.805	979.477
35	البوتاس العربية	27.414.908	1.615.260
36	مناجم الفوسفات الأردنية	190.500.405	30.464.090
37	مصانع الاسمنت الأردنية	35.299.839	2.801.500
38	حديد الأردن	64.282.259	17.855.938
39	الوطنية لصناعة الألمنيوم	3.986.746	1.916.205
40	العربية لصناعة الألمنيوم/آرال	3.691.692	1.821.430
41	الترافرتين	1.454.012	1.103.459
42	الوطنية لصناعة الصاب	5.446.731	4.260.755
43	الأردنية لصناعة الصوف الصخري	426.481	284.852
44	الدولية لصناعة السيليكا	1.855.200	1.379.417
45	العامة للتعدين	165.422	18.067
46	القدس لصناعة الخرسانية	42.342.469	36.667.855
47	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	9.369.854	2.014.733
48	باطون لصناعة الطوب والبلاط المتداخل	10.480.541	6.094.423
49	العربية لصناعة المواسير المعدنية	1.083.708	634.517
50	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	48.216.863	29.993.168
51	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	30.857.978	9.545.507
52	الأردنية لصناعة الانابيب	28.833.899	10.461.744
53	الأردنية للصناعات الخشبية/جوايكو	5.783.512	1.111.632
54	الجنوب لصناعة الفلاتر	9.787.761	4.346.557
55	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية	613.224.044	257.506.730
56	الكابلات الأردنية الحديثة	23.254.591	3.138.970
57	الوطنية لصناعة الكوابل والاسلاك الكهربائية	21.278.024	8.820.730
58	العربية للصناعات الكهربائية	815.381	688.723
59	مصانع الاجواخ الأردنية	7.499.768	1.083.179
60	الزري لصناعة الالبسة الجاهزة	38.042.879	45.784.319
61	مجموعة العصر للاستثمار	27.253.829	14.638.679
62	الأردنية المركزية	126.039.324	56.433.903
63	الدباغة الأردنية	338.867	176.144
64	الصناعات الصوفية	390.213	255.104
65	مصانع الخزف الردينية	2.608.348	3.682.360
66	الدولية للصناعات الخزفية	18.937.239	25.495.403
	المجموع	1.910.874.154	1.331.806.486

المصدر:

- بورصة عمان، التقرير السنوي، 2007.
- الموقع الإلكتروني . Amman Stock Exchange WWW.exchang.jo

2.2.3 الاستثمار الأجنبي في القطاع الصناعي في بورصة عمان

يُعدُّ نمو أسواق المال، مطلباً أساسياً للتنمية الماليّة والاقتصاديّة لكل دولة، ويكون ذلك واضحاً في الدول التي يتراجع فيها دور الدولة المهيمن على الحياة الاقتصاديّة وعلى قطاع الشركات، ويواصل القطاع الصناعي مساره على طريق النمو، حيث كان لظروف التطوُّر الاقتصادي التي شهدتها الأردن، وتوسيع المشاريع الصناعيّة، وزيادة رأسمال المشاريع عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام لدليل واضح على الجهود الكبيرة التي بذلتها الحكومة سعياً في جذب الاستثمارات الأجنبيّة وتوفير المناخ المناسب لها من خلال تهيئة البنية التحتيّة والمؤسسيّة، وإقرارها وتطبيقها منظومة واسعة من التشريعات والقوانين العصريّة، والسياسات الرامية إلى إزالة المعوقات وتقديم الامتيازات التي من شأنها تحفيز وتشجيع الاستثمارات غير الأردنيّة ودعمها في مختلف القطاعات، ومن خلال هذه التسهيلات أصبح بإمكان غير الأردنيين تملك رؤوس أموال الشركات بالكامل في معظم القطاعات، خصوصاً بعد أن تم ربط السوق المالي الأردني بمعظم الأسواق العربيّة. ويبين الجدول (12) بأنّ الاستثمار الأجنبي يُشكّل نسبة كبيرة تقارب إلى نصف قيمة الاستثمارات المطروحة داخل بورصة عمان خلال العشر سنوات الأخيرة، وأنّ هذه النسب في إرتفاع من سنة إلى أخرى، حيث نلاحظ أنّ نسبة مساهمة الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة قد ارتفعت عام 1998 من (28.07%)، إلى (51.881%)، عام 2007 وقد احتلّ المرتبة الثانية بعد قطاع البنوك، حيث حقّق معدل نمو بلغ (0.84%) خلال العشر سنوات وبمعدل مساهمة إجماليّة بلغت (33.6%) من إجمالي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2007)، وعلى الرغم من إرتفاع نسبة مساهمة الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك إلا أن نسبة النمو قد كانت سالبة خلال تلك الفترة (2007-1998)، وبلغت ما يقارب (5.69%-)، وبمعدل مساهمة إجماليّة بلغت (52.79%) من إجمالي الاستثمار الأجنبي، وجاء قطاع الخدمات في المرتبة الأولى من حيث إرتفاع معدل نمو الاستثمارات الأجنبيّة حيث حقّق نمو بلغ (0.98%) خلال الفترة (1998-2007) وبمعدل مساهمة إجماليّة بلغت (20.03%)، أمّا قطاع التأمين فقد جاء في المرتبة الثالثة بمعدل نمو بلغ (0.42%)، وبمعدل مساهمة إجماليّة بلغت (17.50%) خلال العشر سنوات الأخيرة (نشرة بورصة عمان، 2006) وتبيّن

الأشكال والرسومات البيانيّة متن الدراسة كافة التطوّرات والتغيّرات التي حدثت للاستثمار الأجنبي للقطاعات العاملة في بورصة عمان للأوراق الماليّة كافة خلال الفترة (1998-2007). وبذلك أصبح قطاع الصناعة يُشكّل مصدراً مهماً لجذب الاستثمار المحلي والخارجي خلال فترة الدّراسة، ناهيك عن مجمل الأنشطة التي تقوم بها إدارة بورصة عمان في الترويج للاقتصاد الأردني وجذب الاستثمارات، حيث تبنت الكثير من اللقاءات والمؤتمرات الدوليّة، وأبرمت العديد من الاتفاقيات الدوليّة التي تقوم على توجيه المنافع المشتركة بين الأردن والدول الأخرى، خصوصاً وأنّها قد أصبحت عضواً في الاتحاد الدولي للبورصات منذ عام 2007 (نشرة بورصة عمان، 2007).

جدول (12)

نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المدرجة قطاعياً في بورصة عمان

لآخر عشر سنوات (1998-2007)

السنة	قطاع الصناعة %	قطاع البنوك %	قطاع الخدمات %	قطاع التأمين %	كافة القطاعات وسط هندسي
1998	28.073	56.385	11.592	15.123	22.951
1999	30.484	56.647	13.967	15.620	24.774
2000	30.213	55.181	21.257	17.917	28.228
2001	27.391	49.309	20.003	17.832	26.345
2002	26.364	50.182	26.008	18.869	28.385
2003	30.276	49.773	21.836	18.673	27.997
2004	36.071	51.168	22.838	16.382	28.826
2005	38.088	54.672	22.033	19.310	30.679
2006	43.709	52.126	22.969	17.614	30.985
2007	51.881	53.174	23.011	18.241	32.803
المجموع	342.55	528.617	205.514	175.581	281.979
الوسط الهندسي	33.46%	52.79%	20.03%	17.50%	28.05%

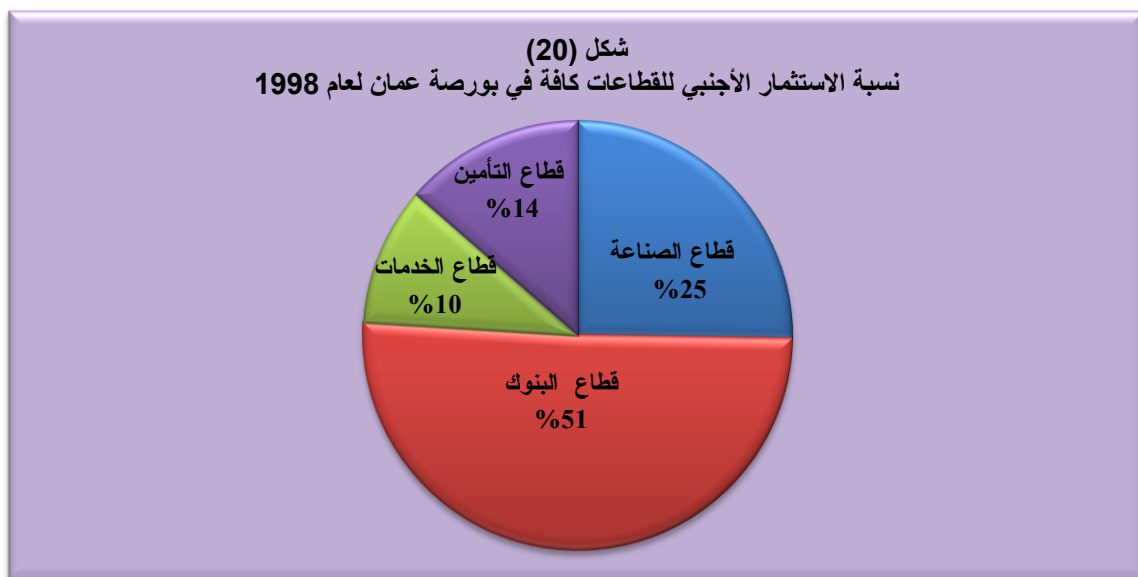
المصدر:

▪ تقرير بورصة عمان السنوي 2007.

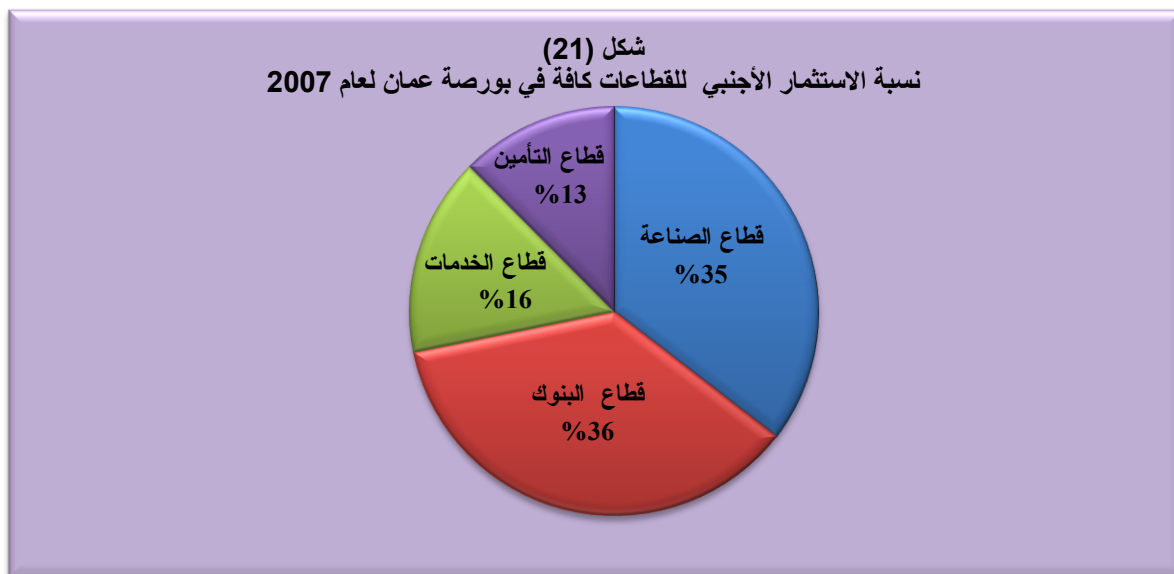
▪ بورصة عمان، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنيّة 2007.

هذا وقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة خلال عام 2007 حوالي (2.825)، مليار دينار مشكّلة ما نسبته (22.9%) من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي (2.359) مليار دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته (466.3) مليون دينار لعام 2007 مقارنة مع ارتفاع قيمته (180.6) مليون دينار

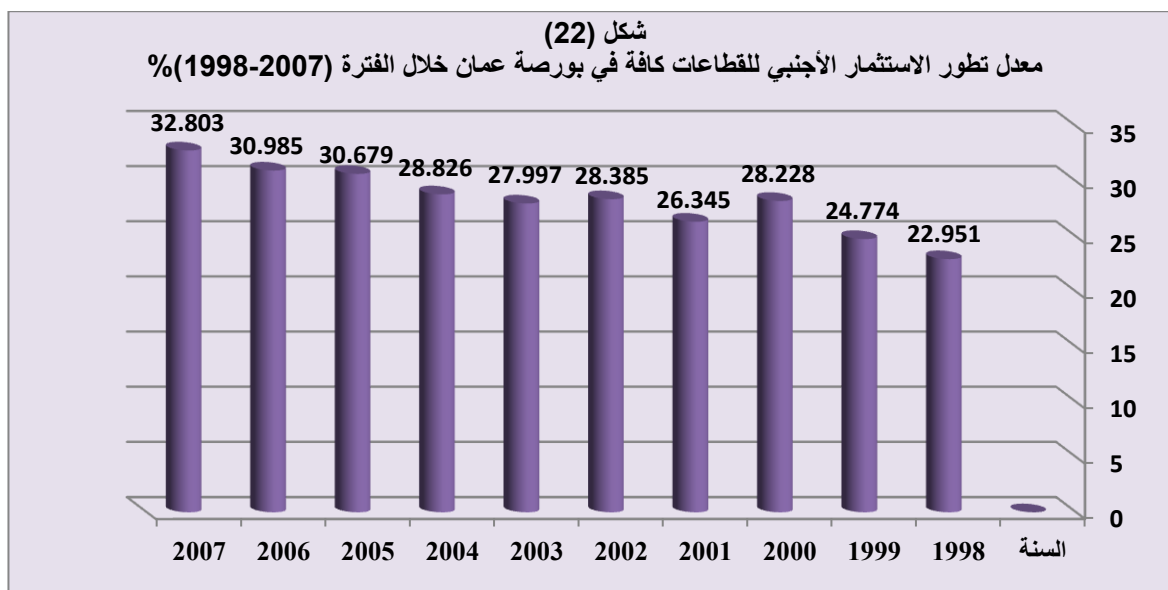
للعام 2006، وبذلك بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان في العشر سنوات الأخيرة بالمعدل ما يقارب حوالي (28.05%)، من إجمالي القيمة السوقية للبورصة (نشرة بورصة عمان، 2007). وبإضافة عامي 2008 و 2009 يصبح معدل الاستثمار الأجنبي لاثني عشر عاما الماضية ما يقارب (36.68%) ومعدل الاستثمار المحلي ما يقارب (63.32%).



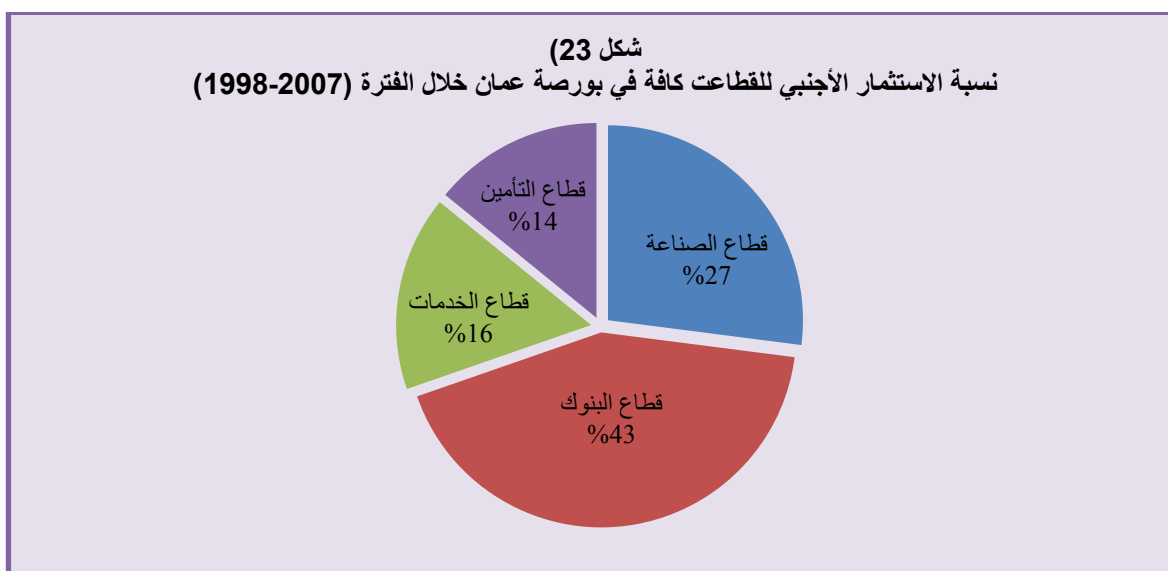
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12)



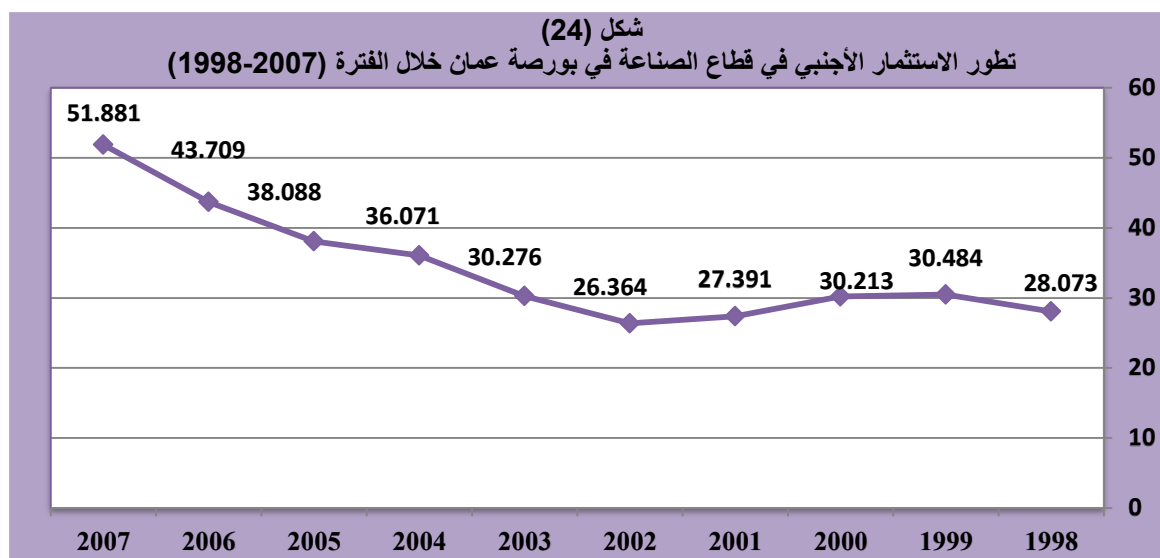
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12).



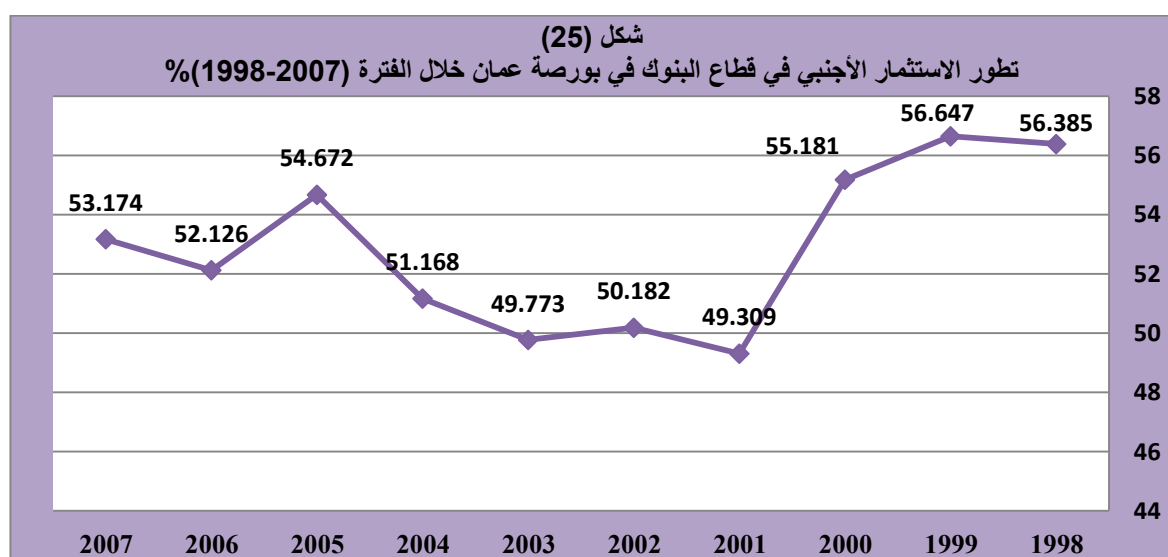
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12). الأرقام بالوسط الهندسي



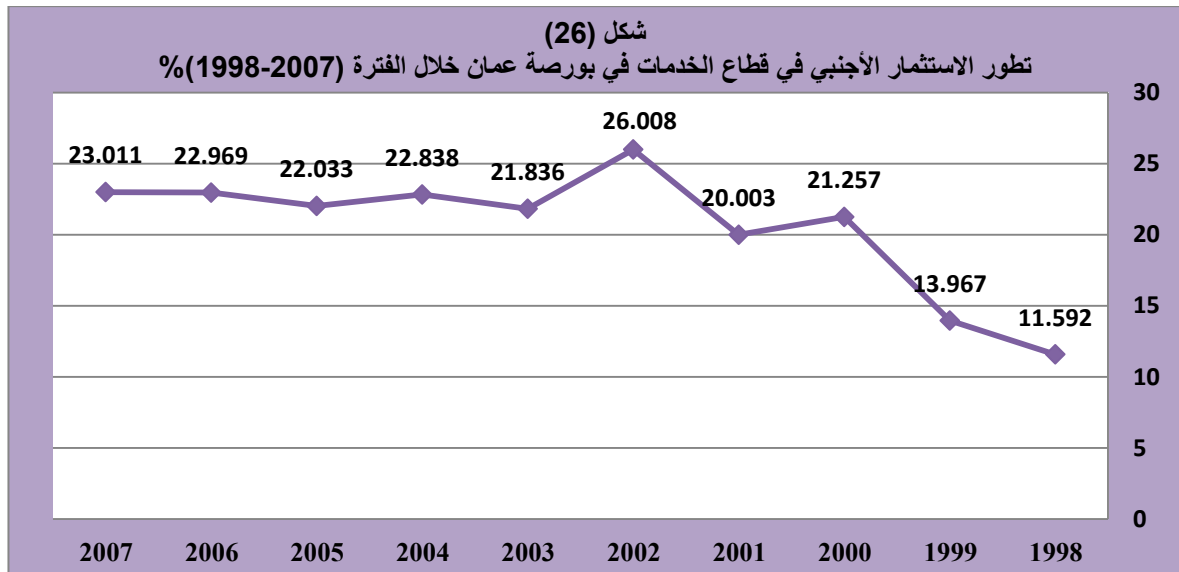
المصدر : من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12). الأرقام بالوسط الهندسي



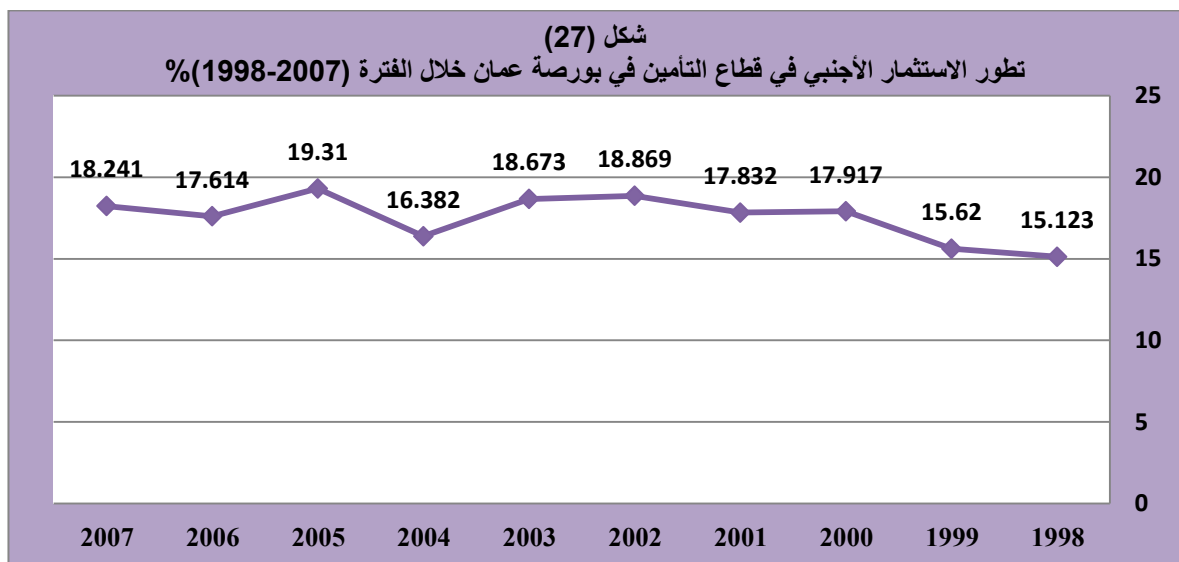
المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12).



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12).



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12).



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجدول (12).

3.2.3 التطوّرات الاقتصادية خلال عام 2009، 2008 في بورصة عمان

استطاع الاقتصاد الأردني تحقيق نمو إيجابي وذلك على الرغم من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، حيث كان عام 2008 من أصعب الأعوام على الأسواق المالية، وقد عانت هذه الأسواق من جرّاء الأزمة المالية العالمية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشر أثرها ليصيب معظم الأسواق المالية في العالم، حيث تراجعت أسعار الأسهم في معظم أسواق العالم وتراجع بعضها بنسب كبيره تجاوزت الـ 70%. أما بالنسبة لبورصة عمان فقد تمكنت خلال العام 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية وذلك

على الرغم من تداعيات الأزمة الماليّة العالمية، فقد حافظ الاستثمار الأجنبي في البورصة على نفس الوتيرة المتصاعدة وحقق خلال العام 2008 زيادة إيجابيّة، كما ارتفعت أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة وعدد العقود المنفذة في البورصة، إضافة لذلك فقد شهدت أرباح الشركات المساهمة العامة ارتفاعاً في أرباحها خلال عام 2008. وتشير البيانات الإحصائية لعام 2008 إلى أنّ الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرّة قد انخفض بنحو 25%، وعلى الرغم من هذا التراجع إلا أنّ بورصة عمان تُعد من البورصات العربيّة الأقل تأثراً بالأزمة الماليّة العالميّة حيث تراجعت أسعار الأسهم في معظم البورصات العربيّة والدوليّة بنسب أعلى من بورصة عمان. ويشير جدول (13) إلى أنّ حجم التداول قد ارتفع الى 20.3 مليار دينار أي بارتفاع نسبته 65%، كما ارتفعت أعداد الأسهم المتداولة إلى 5.4 مليار سهم، وفي عام 2009 انخفضت أحجام الأسهم المتداولة إلى 9.6 مليار بمعدل انخفاض بلغ (0.47%) على عكس أعداد الأسهم المتداولة التي ارتفعت من 5.4 مليار سهم عام 2008 لتصل إلى 6.01 مليار سهم عام 2009 وبمعدل نمو بلغ (1.10%).

جدول (13)

أحجام التداول وأعداد الأسهم المتداولة للقطاعات الاقتصادية لعام (2008 - 2009)

القطاع	حجم التداول عام 2008	عدد الأسهم المتداولة عام 2008	حجم التداول عام 2009	عدد الأسهم المتداولة عام 2009
المالي	9.631.977.807	3.200.370.157	6.363.773.746	4.185.644.625
الخدمات	5.422.178.401	1.287.154.628	2.030.623.114	1.305.306.137
الصناعة	5.242.378.601	937.512.416	1.270.673.713	527.653.492
المجموع العام	20.296.534.810	5.425.037.201	9.665.070.573	6.018.604.254

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي 2009.

ويشير الجدول (14) إلى أنّ صافي استثمارات غير الأردنيين في بورصة عمان قد ارتفعت بمقدار 310 مليون دينار لتصل نسبته مساهمتهم الى 45.6% من القيمة السوقيّة للأسهم في البورصة خلال عام 2008. حيث يُعد الأردن إحدى الدول الخمس الأولى تقدماً في الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى الشرق الأوسط، ممّا يدل على وجود مناخ بيئي خصب للاستثمار وتوفر بنية تحتية متقدمة. وتعكس ارتفاع الاستثمارات الأجنبية نمواً حقيقياً في التقدم الاقتصادي على مستوى القطاعات الاقتصادية

كافة، مما يعطي فرص عديدة لاستغلال هذا النمو في مسار تعديل الميزان التجاري والموازنة العامة للدولة.

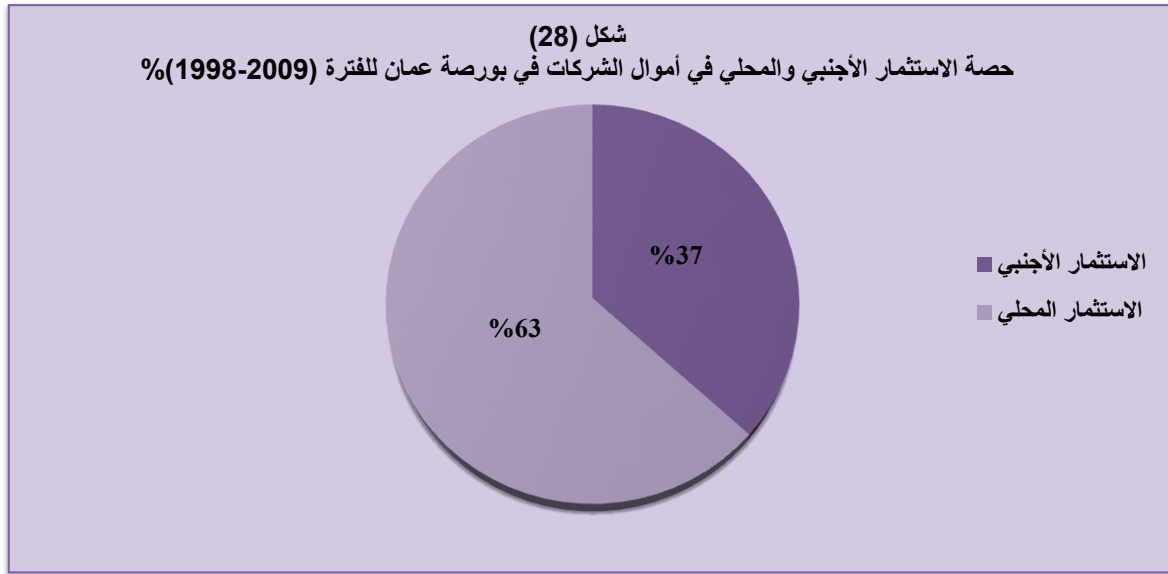
وسجّل قطاع الصناعة ارتفاعاً في نسبة أموال الشركات المدرجة قطاعياً، حيث ارتفعت النسبة من 51.8% عام 2007 لتصبح حصة الاستثمار الأجنبي ما يقارب 53.8% في عام 2008 وانخفضت هذه الحصة بشكل بسيط لتصبح ما يقارب 53.1% عام 2009، وبذلك احتلّ القطاع الصناعي المرتبة الأولى في تحقيقه أعلى حصة للاستثمار الأجنبي من بين القطاعات الثلاثة التي حققت جميعها انخفاضاً في نسبة الاستثمار الأجنبي منذ عام 2007، حيث يلاحظ من الجدول (14) أنّ قطاع الخدمات قد احتل المرتبة الثالثة وحقق انخفاضاً من عام 2007 ونسبة 36.1% لتصبح ما يقارب 32.3% عام 2009، وبنفس الحال احتل القطاع المالي المرتبة الثانية بعد أن حقق انخفاضاً في نسبة مساهمة غير الأردنيين في أموال الشركات بنسبة 52.1% عام 2008 لتصبح ما يقارب 51.8% عام 2009، حيث انخفض معدل الاستثمار الأجنبي من 45.6% عام 2008 إلى 44.6% عام 2009، وبمعدل إجمالي بلغ 45.3%، أمّا بالنسبة للقيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان فقد وصلت بنهاية عام 2008 إلى 25.4 مليار دينار ولتشكل ما نسبته 217% من الناتج المحلي الإجمالي.

جدول (14)

نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المدرجة قطاعياً (%)

القطاع	القطاع المالي	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	كافة القطاعات
السنة				
2007	50.733	36.152	51.881	45.653
2008	52.102	33.811	53.883	45.616
2009	51.883	32.337	53.137	44.672
المجموع	154.718	102.300	158.901	135.942
الوسط الهندسي	51.57%	34.06%	52.96%	45.311%

المصدر: بورصة عمان التقرير السنوي 2009.



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على الجداول (13) (14).

4.2.3 المشكلات والمعوقات التي تواجه قطاع الصناعة الأردني

على الرغم من الدور الريادي الذي يلعبه قطاع الصناعة في دفع عجلة النمو والتنمية الاقتصادية، والجهود التي تبذلها الدولة لتشجيع دور القطاع الصناعي، من خلال المساهمة في المشروعات الصناعية والإجراءات والسياسات التشجيعية لدعم وحماية الصناعة وتوفير المناخ المناسب لها، إلا أنّ هناك مجموعة من المعوقات والمشكلات التي لا يزال يعاني منها قطاع الصناعة الأردني أهمها: (الساكت، 2000)

1. ضعف القدرة التنافسية المحلية بسبب نشوء معظم الصناعات في ظل معدلات حماية جمركية عالية.
2. قلة رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء وتطوير المشاريع الصناعية وعمليات التقريب، الأمر الذي يحد من استخدام البدائل التقنية الفضلى، وبالتالي الحد من تطوير منتجات متميزة ذات قدرة تنافسية عالية.
3. ارتفاع كلفة مستلزمات الإنتاج وكلفة الخدمات المحلية المقدّمة للصناعة، مثل، الطاقة والمياه والاتصالات، وغيرها.
4. ضآلة القيمة المضافة في قطاع الصناعة نظراً لاعتماده الزائد على مدخلات إنتاج مستوردة، والتي قدرتها وزارة التخطيط بحوالي 70% في الصناعة الكيماوية والدوائية، و67% من الصناعات الهندسية، وفي الصناعات الاستهلاكية 63% من مدخلات الإنتاج.

5. صغر حجم السوق المحلي ومحدودية الأسواق الأردنيّة، الأمر الذي يؤدي إلى تدني الإنتاجيّة وعدم استغلال الطاقة الكاملة.
 6. قلة المراكز المتخصصة في تقديم الخدمات الصناعيّة والفنيّة والاستشاريّة والتسويقيّة، وعلى الأخص في مجال تطوير الأنظمة والمنتجات ووسائل الإنتاج والتسويق.
 7. ضعف عمليات البحث والتطوير والتدريب، حيث تعد مستوياتها متدنية لدى الصناعات الكبيرة وشبه معدومة في الصناعات الصغيرة والمتوسطة.
 8. نقص المهارات والقدرات البشرية والفنية والإدارية والتسويقيّة المؤهلة والتي من شأنها زيادة كفاءة وفعاليه القطاع.
 9. صعوبة الحصول على المعلومات بين منتجي المواد الخام والمواد الوسيطة ومستخدمي المواد في المنتج النهائي.
 10. صعوبة التصدير وخاصة للأسواق غير التقليدية لضعف القدرة التنافسيّة للمنتجات الصناعيّة سعراً وجودة، ممّا يحد من قدرة تسويق هذه المنتجات في الأسواق الخارجية.
 11. قلة برامج التطوير والتأهيل المستقبلية للنهوض بالصناعات الصغيرة والمتوسطة.
 12. ارتفاع كلفة النقل البحري والجوي.
 13. تعدّد الجهات الحكوميّة المشرفة على القطاع الصناعي، والتداخل في صلاحيتها ومسؤوليتها وعدم وضوح التشريعات المنظمة للقطاع.
 14. تركيز المشاريع الصناعيّة في محافظتي عمان والزرقاء مع استثناء الصناعات الاستخراجيّة، وهذا يعكس ضعف فعالية قوانين تشجيع الاستثمار رغم الامتيازات التي تعطيها هذه القوانين للمشاريع الصناعيّة خارج هاتين المحافظتين.
- مع كل هذه المعوقات والمشاكل التي يواجهها القطاع الصناعي، فإنّه لابدّ من الوقوف أمام الجهود الكبيرة التي بذلتها الحكومة في تطوير النشاط الاقتصادي بشكل عام، والقطاع الصناعي بشكل خاص عندما أنجزت مجموعة من الاتفاقيات الاقتصادية والتجاريّة مع اضمخ دول العالم اقتصادياً ومنها (العمر، 2004):
1. اتفاقية لإقامة منطقة تجاريه حرّة عربيّة كبرى عام (1997)، وقد استفاد منها الأردن في مجال تخفيض الرسوم الجمركيّة.

2. اتفاقية الشراكة بين الأردن والاتحاد الأوروبي عام (1997)، وقد استفاد منها الأردن في مجال الإعفاء الجمركي الكامل بعد 12 عاماً من دخول الاتفاقية إلى حيز التنفيذ.
3. اتفاقية المناطق الصناعيّة المؤهّلة (QIZ) عام (1997)، وقد استفاد منها الأردن في مجال إنشاء مجمّعات صناعيّة في أنحاء المملكة كافة والنفاز الحر والفوري للبضائع الأردنيّة المؤهّلة إلى السوق الأمريكي.
4. انضمام الأردن إلى منظمة التجارة العالميّة (WTO) عام (1999)، وقد استفاد منها الأردن في مجال التجارة الدوليّة وانعكاس ذلك على التعرّف الجمركيّة.
5. اتفاقية التجارة الحرة بين الأردن والولايات المتحدة الأمريكيّة عام (2000)، وقد استفاد منها الأردن كأوّل دولة عربيّة، ورابع دولة على مستوى العالم، توقع على اتفاقية تجارة حرة مع أمريكا، وقد شملت بنود هذه الاتفاقية التبادل التجاري، وتخفيض الرسوم الجمركيّة للكثير من السلع.
6. اتفاقية إقامة منطقة تجارة حرة مع رابطة الدول الأوروبيّة (الافتا) والتي تضم كل من: سويسرا؛ وايسلندا؛ والنرويج، وقد استفاد منها الأردن في مجال إلغاء كافة الرسوم الجمركيّة على المنتجات الصناعيّة مع هذه الدول.

الباب الثاني:

الفصل الرابع: النماذج القياسية والتحليل القياسي

المبحث الأول: بناء النماذج القياسية ووصف المتغيرات

المبحث الثاني: عرض نتائج الاختبارات والتحليل القياسي

المبحث الثالث: الاستنتاجات والنتائج والمقترحات والخاتمة

الفصل الرابع

المبحث الأول: بناء النماذج القياسية ووصف المتغيرات

1.1.4 النماذج القياسية

تهدف الدّراسة الحالية إلى قياس واختبار أثر المتغيّرات الاقتصادية في حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني في سوق بورصة عمان وباستخدام تحليل السلاسل الزمنية خلال الفترة (1978-2007). حيث تعتمد هذه الدّراسة على جانبين من التحليل: (الوصفي التحليلي) و(الاحصائي القياسي الكمي)، وسيتمنّ الجانب الوصفي لهذه الدّراسة جدولة وتصنيف البيانات المتعلقة بهذه الدّراسة ثم بيان تطوّرها خلال فترة الدّراسة، بالإضافة إلى بيان أهميّة المؤثّرات الرئيسة، للطلب على أسهم قطاع الصناعة، مع شرح لقيم هذه المتغيّرات كما سيتمّ في هذا الجانب بيان المؤسسات التي تتبع إلى بورصة عمان، وأقسامها بأنواعها كافة، وشرح للأسواق الأولية والثانوية. أمّا الجانب القياسي فسيتم من خلال استخدام نماذج قياسية مقترحة أعدت لهذه الغاية، حيث تستخدم الدّراسة نموذجين قياسييين يعتمدان على بيانات سنوية رسمية تغطي الفترة (1978-2007)، وذلك لقياس محدّات الطلب في الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني داخل بورصة عمان.

ولقياس مدى تأثر الطلب في الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة في سوق بورصة عمان بالمتغيّرات الاقتصادية المقترحة؛ سيتم استخدام النماذج الاقتصادية التالية، وطرح مجموعة من المتغيرات الاقتصادية:

VSI: حجم تداول أسهم قطاع الصناعة.

NSI: عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة.

PS: سعر السهم (الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية).

INR: سعر الفائدة على الودائع.

WR: تحويلات العاملين من الخارج.

GDP: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

GNP: الناتج القومي الاجمالي.

IF: معدل التضخم.

NS: الادخار المتاح الصافي.

INF: الرقم القياسي العام لتكاليف المعيشة.

RE: سعر الصرف الحقيقي.

M1: عرض النقد.

TD: إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي.

النماذج القياسية

1.1.1.4 النموذج الأول:

1- استخدام حجم تداول أسهم قطاع الصناعة الأردني في السوق الأوليّة والثانويّة (VSI) كمتغيّر تابع.

$$\text{LnVSI} = A_0 + A_1 \text{LnPS} + A_2 \text{LnNS} + A_3 \text{LnGDP} + A_4 \text{LnRE} + A_5 \text{LnM1} + A_6 \text{LnTD} + ut$$

2.1.1.4 النموذج الثاني:

2- استخدام عدد أسهم قطاع الصناعة الأردني في السوق الأوليّة والثانويّة (NSI) كمتغيّر تابع.

$$\text{LnNSI} = B_0 + B_1 \text{LnPS} + B_2 \text{LnNS} + B_3 \text{LnGDP} + B_4 \text{LnRE} + B_5 \text{LnM1} + B_6 \text{LnTD} + ut$$

• حيث تم اختيار المتغيرات الآتية نظراً لقلّة استخدامها من قبل الدراسات السابقة، ولكونها تعدّ متغيرات كلية لها أثر مهم في الاقتصاد والتحليل القياسي:

VSI: حجم تداول أسهم قطاع الصناعة.

NSI: عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة.

PS: سعر السهم (الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية)

GDP: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

NS: الادخار المتاح الصافي.

RE: سعر الصرف الحقيقي.

M1: عرض النقد.

TD: إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي.

U_t : الخطأ العشوائي.

LN : يمثل اللوغاريتم الطبيعي

أما معلمات نموذجي الدراسة التي سيتمّ تقديرها هي ($B_0, B_1, B_2, B_3, B_4, B_5, B_6$) ($A_0, A_1, A_2, A_3, A_4, A_5, A_6$) والمعلومات تُمثل الميل الحدي:

$$AI = \frac{\partial VSI}{\partial A_i} \frac{\text{مشتقة المتغير التابع}}{\text{مشتقة المتغير المستقل}}$$

2.1.4 وصف المتغيرات الاقتصادية:

استخدمت الدراسة الحالية المتغيرات الاقتصادية التالية:

1.2.1.4 (VSI) : حجم تداول أسهم قطاع الصناعة.

The volume of shares traded in the industrial sector.

يمثل حجم تداول أسهم قطاع الصناعة الأردني مقدار القيمة السوقية النقدية المعلن

عنها بعد عمليات البيع والشراء داخل بورصة عمان بقيمة بالدينار الأردني.

2.2.1.4 (NSI) : عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة.

The number of traded shares in the Industrial sector.

يمثل عدد أسهم قطاع الصناعة الأردني المتداولة أعداد الأسهم السوقية المطروحة

للتداول والمعلن عنها في عمليات البيع والشراء داخل بورصة عمان.

3.2.1.4 (PS): سعر السهم السوق.

The Market price of the stock .

تفترض النظرية الاقتصادية أنّ المحدّدات الرئيسة للطلب على أي سلعة أو خدمة

تشتمل على سعر هذه السلعة، وأسعار السلع الأخرى، والدخل، وغيرها من العوامل، ولا

يختلف الطلب على الأسهم عن هذا الإطار، إذ يتأثر الطلب على الأسهم بأسعارها،

وبأسعار البدائل المتاحة عنه، وبالدخل أيضاً.

ويُعدّ سعر السهم من أهمّ المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة الإيجابية التي تؤثر في

حجم التداول العام في بورصة عمان، وتقاس مدى كفاءة السوق، واستناداً إلى الكفاءة

فإنّ سعر السهم يتحدّد من خلال عائدته بشكل أرباح موزعة، والنمو المتوقع في قيمته،

وبالتالي الطلب عليه. ولتوافر بيانات الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة

السوقيّة للسوق بشكل عام، ولكل قطاع من قطاعات السوق، حيث يتم اختيار عينة الشركات الداخلة في حساب الرقم القياسي بناء على معايير القيمة السوقيّة، وعدد أيام التداول وعدد العقود المنفذة وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة ومعدل دوران السهم، وبالتالي فإنّه سيتم استخدام أسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقيّة عوضاً عن سعر السهم، وتمّ عدّ سنة الأساس 1991. ولاحتساب الرقم القياسي العام تمّ استخدام الصيغة التالية: (بورصة عمان، التقرير السنوي، 2006).

$$INDEX_t = \frac{\sum_{i=t}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times FF_{ti})}{D_t}$$

حيث أن:

P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t (اليوم)

S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن t (اليوم)

FF_{ti} : نسبة الأسهم الحرة للشركة i كما هي في الزمن t (اليوم)

D_t : مقام Divisor الرقم القياسي في الزمن t (اليوم)

4.2.1.4 (NS): الادخار المتاح الصافي.

Net savings.

يُعدّ الادخار المتاح الصافي من المؤشرات الاقتصادية الهامة في الاقتصاد القومي؛ كونه يؤثر في القرار الاستثماري، وكيفية استخدام الأموال في مجالات الاستثمار والادخار، أي أنّه أداه للربط بين الاستثمار والادخار، ويمثّل الادخار المتاح الصافي الدخل القومي المتاح مطروحاً منه الاستهلاك الكلي، ويمثّل الدخل القومي المتاح (الأجر + الفائدة + الربح + مجموع عوائد عناصر الإنتاج) الناتج القومي الإجمالي بسعر السوق الجاري مضافاً إليه صافي التحويلات الجارية الأخرى من العالم الخارجي ومطروحاً منه اهتلاك راس المال (نشرة البنك المركزي، نشرة الأبحاث، 2004). ويمثّل الناتج القومي الإجمالي مجموعة السلع والخدمات (الاستهلاك والرأسمالية) التي انتجت خلال فترة زمنية معينة، مخصوماً منها اهتلاك رأس الاصول الثابتة التي أسهمت في العملية الانتاجية.

5.2.1.4 (GDP): الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية.

GDP at current Market prices.

يشير الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق = (GDP) إلى الإنفاق الاستهلاكي النهائي/الفعلي + التغيّر في المخزون + التكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي + صافي الحيازة من الأشياء الثمينة + الصادرات السلعيّة والخدميّة - الواردات السلعيّة والخدميّة خلال فترة زمنيّة محدّدة، حيث يعد الناتج المحلي الإجمالي متغيّراً ممثلاً عن النشاط الاقتصادي ويقيس حالة النمو والركود في الدولة. حيث يفضل أن يتناسب نمو الناتج المحلي الإجمالي مع نمو عرض النقد وذلك لتحقيق أعلى درجات التوازن داخل الاقتصاد ومنع حدوث حالة الانكماش. (نشرة البنك المركزي الشهرية، المجلد 43، العدد 12، 2007).

6.2.1.4 (RE): سعر الصرف الحقيقي.

The real exchange rate.

يعد سعر الصرف من السياسات الاقتصادية التي تبنتها الدول الراغبة في التأثير في حجم الصادرات والمستوردات. فالدول التي تعاني من عجز في الميزان التجاري تلجأ إلى خفض صرفها، هادفة إلى زيادة حجم الصادرات وبالتالي خفض العجز في الميزان التجاري، ويتوقّع التأثير أن يكون أكثر فعالية عندما تكون مرونة الطلب على الصادرات عالية (حميدات، 1993)، ومن هنا يمكن القول أنّ خفض سعر صرف الدينار الأردني يساعد في زيادة حجم الصادرات الأردنية، ويُعدّ هذا المتغيّر عاملاً مؤثراً في نشاط القطاع الصناعي التحويلي في الأردن، بوصفه يمثل نسبة مبادلة عملة محلية بعملة أجنبية، مع الأخذ بعين الاعتبار ارتفاع الأسعار المحليّة، مقارنة بالارتفاع في الأسعار العالمية، ولدى انخفاض قيمة العملة الوطنيّة، سيؤدّي إلى زيادة نسبة التبادل التجاري، وزيادة حجم الصادرات الصناعيّة للبلد. وقد شهد تطوّر سعر الصرف خلال فترة الدّراسة تذبذباً غير أنّ الاتجاه العام هو الهبوط والتراجع. وبلغ متوسط سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار خلال فترة الدّراسة (2.22) دولار/دينار، وكانت أكبر قيمة (4.3) دولار/دينار في حين كانت أدنى قيمة له (1.11) دولار/دينار. ونما بمعدل سنوي بلغ بالمتوسط (2.48%-). وقد كان هذا التراجع انعكاساً لسياسة تحسين العجز في الميزان التجاري بخفض سعر صرف الدينار الأردني في عام 1989 (البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث تقرير شهر تموز، 2008).

وقد تمّ احتساب سعر الصرف الحقيقي حسب المعادلة التالية:

$$RX = \frac{1}{PX} \times \frac{CPI(J)}{CPI(USA)}$$

RX = سعر الصرف الحقيقي .

PX = سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار .

CPI_{usa} = الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في أمريكا.

CPI_j = الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الأردن.

7.2.1.4 (M1): عرض النقد بالمعنى الضيق.

Money supply (M1).

يُعرّف عرض النقود بالمعنى الضيق بأنه النقد المتداول مضافاً إليه ودائع تحت الطلب بالدينار لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص (مقيم) والمؤسسات العامة والمؤسسات الماليّة غير المصرفية. مضافاً إليه ودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار لدى البنك المركزي الأردني فقط، حيث يلعب متغيّر عرض النقد دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي بوصفه ممثلاً عن السياسة النقديّة وإحدى أدواتها المهمة في رسم السياسات الاقتصاديّة المختلفة والقيام على حل الكثير من المشكلات الماليّة وتوفير الاستقرار النقدي (نشرة البنك المركزي الشهرية، المجلد 43، العدد 12، 2007).

8.2.1.4 (TD): إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي.

Total volume of domestic and foreign Spending.

يعد إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي من المتغيّرات الاقتصاديّة الهامة في الاقتصاد القومي؛ لكون مجموع إجمالي هذين الإنفاقين يمثل أحجام الإنفاق على المنتجات والخدمات المحلية لأغراض الاستهلاك والاستثمار، وأحجام الإنفاق على المنتجات الأجنبية لأغراض الاستهلاك والاستثمار أي المستوردات السلعية. وبذلك فإنّ هذين الإنفاقين يُعدّان شريان الاقتصاد القومي حيث يدلّ ارتفاعهما على نمو معدل الدخل وتوجيه جزء كبير منها للاستثمارات في مختلف القطاعات الاقتصاديّة والمجالات (البنك المركزي الأردني، دائرة الابحاث نشرة شهر تموز، 2008).

3.1.4 الاختبارات القياسية

تتناول الدراسة في هذا الجانب عدداً من النماذج القياسية التي اعتمدت عليها بشكل رئيس في عملية التحليل لتناسبها مع طبيعة البحث وحدائته، ومنها نموذج الإنحدار الذاتي للمتجه (VAR) Vector Auto - Regression، ونموذج تصحيح متجه الخطأ (VECM) Error-Correction Model. وفيما يلي شرح لهذه النماذج والاختبارات.

1.3.1.4 نموذج (VAR)، سوف يتم الاستعانة بالبرمجة الإحصائية (RATS) (Regression Of Time Series Analysis) لإجراء التحليل القياسي من خلال الاختبارات التالية:

أولاً: اختبار استقرار المتغيرات (Stationarity Test)

إنّ عدم استقرار المتغيرات عادة ما يؤدي إلى مشاكل قياسية، ويقصد بمفهوم الاستقرار أن يكون ميل أو اتجاه قيم المتغير إلى قيمة الوسط الحسابي ثابتة، وأن يتذبذب حوله، في حين أنّ عدم الاستقرار (Non-Stationarity) يعني وجود قيم مختلفة للوسط الحسابي خلال الفترة الزمنية محل الدراسة (Harris, 1995 Holden & Thompson, 1992) ولتجنب الوقوع في المشاكل القياسية مثل مشكلة الإنحدار الزائف، فإنّ من الضروري إجراء اختبار استقرار المتغيرات (stationarity test)، وهو ما يعرف باختبار وحدة الجذور (Unit Roots Test) فإذا كانت السلسلة الزمنية للمتغير (Y_t) مستقرة، فإنّ هذه السلسلة الزمنية تكون متحدّة أو متكاملة من الدرجة صفر (Integrated of Order Zero I(0))، أمّا إذا كانت (Y_t) غير مستقرة فإنه يمكن تحويلها إلى سلسلة زمنية مستقرة بحساب الفرق الأوّل (First Diference) كما يلي معادلة الإنحدار الذاتي التالية:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta y_{t-1} + \sum \psi \Delta y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (1)$$

حيث

y_t : تمثّل المتغير المراد اختباره

Δy_{t-1} : التباطؤ الزمني الأوّل

α, β, ψ : المعاملات التي سيتم تقديرها

k : عدد فترات التباطؤ الزمني

t : الاتجاه العام

Δ : معامل الفرق

u_t : متغيّر عشوائي بوسط صفر وتباين σ^2

سيتم اختبار الفرضية التالية:

$$H_0: \beta=0$$

$$H_1: \beta<0$$

إذا كانت $\beta=0$ هذا يعني أنّ السلسلة مستقرّة و عندها يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية أمّا غير ذلك فإنّ طريقة المربعات الصغرى العادية ستؤدي إلى نتائج متحيزة، ولتحديد درجة التكاملية أي متى تصبح السلسلة مستقرة (Order Integration) فإنّ الاختبار يعاد ولكن بعد أخذ الفرق الأوّل للسلسلة (Johansen,1995). ولذلك فإنّ أي تقدير للنموذج يحتوي على سلاسل زمنيّة غير مستقرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، سيؤدّي ذلك إلى حدوث خلل والحصول على نتائج مضلّة؛ وهذا يعني أنّ بعض الخصائص واختبارات طريقة المربعات الصغرى تصبح غير موثوق بها. لذلك ينصح باستخدام اختبار الاستقرار (unit roots test) وطريقة التكامل المشترك (Co-integration test) للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية.

ثانياً: اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection The Lag- Length)

يمكن إيجاد عدد فترات التباطؤ الزمني الأمثل من خلال استخدام معيارين:

a - طريقة أكايك. (AIC) (Akaike Information Criterion):

تعتمد هذه الطريقة على ما يسمّى باختبار. (Likelihood Ratio Test)

b - طريقة سشوارتز (Schwartz Criterion) (SBC):

وهو اختبار آخر يعتمد أيضاً على اختبار (Likelihood Ratio Test) الذي يخضع لتوزيع مربع كاي (χ^2) حيث يتمّ اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (m) الذي يعطي أقل قيمة لاختبارات (SBC) (AIC) وتضمّن استقرار المتغيّر العشوائي (U_t)، فإذا كانت فترة التباطؤ كبيرة يكون هنالك فرصة كبيرة لضمان عدم ترابط المتغيّر العشوائي وإذا كانت صغيرة فإنّها ستكون مناسبة لإجراء عملية التقدير (Anderson,1971).

ثالثاً: اختبار التكامل المشترك (Co- integration Test)

توضّح طريقة التكامل المشترك العلاقة التوازنية الديناميكية التي يمكن أن تحدث بين المتغيّرات التابعة والمتغيّرات المستقلة في المدى الطويل طول فترة التباطؤ (Lag

(Length) المثلثي. ويُعدُّ تكامل المدى الطويل مع المدى القصير من الأمور الهامة في الاقتصاد القياسي من خلال منهج التكامل المشترك، ويُطبَّق هذا الاختبار في حال إذا زادت المتغيّرات عن متغيّرين لإمكانية وجود عدة متجهات للتكامل المشترك، وإذا كانت مجموعة من المتغيّرات مستقرة (ثابتة) ومتكاملة من الدرجة نفسها، أي لها درجة التكامل نفسها، فإنّه يمكن إجراء اختبار جوهانسن يليوس للتكامل المشترك للتأكد من أنّها ذات تكامل مشترك (co-integration).

إنّ وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيّرات يعني من الناحية الاحصائية وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين هذه المتغيّرات. وعليه فيقال عن مجموعة من المتغيّرات إنّها ذات تكامل مشترك، إذا كانت التوليفات الخطية (The linear Combination) المكوّنة من سلاسلها المتكاملة لها صفة الثبات. بمعنى إذا كانت $X_t \sim I(d)$ و $Y_t \sim I(d)$ فإنّه يتمُّ إجراء انحدار للمعادلة التالية. عندها نستطيع أن نطبق اختبار التكامل المشترك الذي اقترحه جوها نسن وذلك على الشكل التالي:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^{k-1} \pi_i Y_{t-i} + E_t \dots \dots \dots (2)$$

وبإعادة الترتيب فإننا نحصل على نموذج لتصحيح أخطاء المتجهات وعلى الشكل التالي:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i Y_{t-i} + \Pi_i Y_{t-i} + E_t \dots (3)$$

حيث

Y_t : متجه المتغيّرات الداخلة في النموذج المراد اختباره

E_t : الأخطاء العشوائية

$\sum \pi_i I = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_k) \dots \dots \dots I : \Gamma_i$

$\sum \pi_j I = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_k) : \Pi$

I : مصفوفة الوحدة

C : ثابت

$i: 1, \dots, k-1$

ويتمّ الحصول على قيم (eigenvalue) وعددها يساوي n التي يقابلها عدد مساوي من متجهات التكامل المشترك ولتحديد أي من هذه المتجهات تمثل علاقة تكامل مشترك ذات دلالة احصائية معنوية فإنّه يتمّ اختبار المتجهات التكاملية التي تقابل أعلى قيم (eigen) باستخدام الاختبار التالي:

$$Lr_{max} = -T \sum \ln(1 - \lambda^r)$$

وذلك في ظل الفرضية الصفرية بأنّه يوجد على الأكثر r متجهات تكامل مشترك والاختبار يفترض بشكل عام أن $r = 0$. ومن الواضح أنّ السلاسل الزمنية يجب أن تكون متكاملة من الدرجة نفسها؛ لكي يكون التكامل المشترك ممكناً. ويمكن عند إجراء انحدار المعادلة (2) بأن تتضمن هذه المعادلة معاملاً ثابتاً (Constant)، ومعامل الزمن Trend، وذلك حسب الحاجة، وبناءً على ذلك يتم تقدير متجه التكامل (Co-integration Vector)، للحصول على العلاقة طويلة المدى بين المتغيرات الداخلية والخارجية في النموذج المقدّر (Johansen and J, 1995).

رابعاً: اختبار السببية (Granger Causality Test).

حيث يقوم هذا الاختبار على فحص العلاقة السببية بين المتغيرات، من خلال الاعتماد على اختبار (F)، فعند اختبار فيما إذا كان المتغير (X) يسبب المتغير (Y) فإنّ الفرضية الصفرية تكون أن (X) لا تسبب (Y)، ورفض هذه الفرضية يعني أنّ (X) تسبب (Y) فمثلاً إذا كان عدد فترات التباطؤ الزمني (Lags) هو (k) فإنّه لإجراء هذا الاختبار يجب عمل انحدارين هما:

أ – الانحدار غير المقيد (Unrestricted Regression) الذي يشمل (Yt) كمتغير تابع، وقيمها في فترات التباطؤ الزمني بالإضافة إلى المتغير (X) في نفس فترات التباطؤ الزمني كمتغيرات مستقلة كما في المعادلة التالية :

$$Y_t = \sum_{i=0}^k \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta_i X_{t-i} + U_{it} \dots\dots\dots(4)$$

ب – الانحدار المقيد (Restricted Regression) الذي لا يحتوي على قيم (X) في فترات التباطؤ الزمني في الانحدار للمعادلة السابقة، وبذلك فإنّ القيد يكون:

$$B1 = B2 \dots \dots \dots = BK$$

وبهذا فإنّ معادلة الإنحدار المقيد تصبح:

$$Y_t = \sum_{i=0}^k \alpha y_{t-i} + U_{it} \dots \dots \dots (5)$$

ثم يتمّ حساب قيمة (F) كما في المعادلة التالية:

$$F = \frac{(R_{ssr} - R_{ssur}) / q}{R_{ssur} (n - m)} \dots \dots \dots (6)$$

ثم يتمّ مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدوليّة عند مستوى معين، فإذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من الجدولية، فإنّه يتم رفض الفرضيّة الصفرية، وهذا يعني أنّ (X) تسبب (Y)، وهذا بدوره يعني أنّ فترات التباطؤ الزمني لـ (X) لها قوة تنبؤية إضافية على المتغيّر (Y)، عند إضافتها لفترات التباطؤ الزمني لقيم (Y) نفسها (Hamilton, 1994). ويمكن اقتفاء اتجاه سببيّة جرينجر من خلال نموذج تصحيح اتجاه الخطأ (Vector Error Correction Model) المنبثق عن المتجهات المتكاملة.

خامساً: تحليل مكوّنات التباين (Variance Decomposition).

هي طريقة تصف السلوك الديناميكي للنموذج، وتقودنا للتعرف بمقدار التباين في التنبؤ لكل متغيّر والذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيّر نفسه والمقدار الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيّرات التوضيحية الأخرى في نموذج VAR. ويتم عادةً تحليل مكوّنات التباين لكل متغيّر من متغيّرات النموذج، وتبرز أهميّة هذا التحليل في أنّه يعطي الأهميّة النسبيّة لأثر أي تغير مفاجئ (shock) في كل متغيّر من متغيّرات النموذج على جميع المتغيّرات الأخرى في النموذج، وكذلك يعطي تصوراً أكثر وضوحاً للعلاقة السببيّة بين المتغيّرات المستقلة والمتغيّرات التابعة ولتلافي مشكلة وجود التأثير المتزامن للأخطاء (Contemporaneous) في المتغيّرات المختلفة في النموذج؛ يتمّ اللجوء إلى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decompositions) الذي يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيّرات في النموذج المراد اختباره، ولتلافي هذه المشكلة فإنّه يتمّ إعادة تحليل التباين بعد أخذ ترتيبات مختلفة للمتغيّرات وذلك للتأكد من مصداقية نتائج هذه الدّراسة وفيما إذا

كانت تعطي نفس النتائج، وقد تمّ الحصول على نتائج تحليل مكوّنات التباين اعتماداً على (vector error correction model) نموذج تصحيح الخطأ للمتجه (Anderson, 1971).

سادساً: دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function).

يصعب تفسير المرونة الناتجة عن نموذج (VAR)، حيث يمكن النظر إلى المرونة بأنها استجابة المتغيّرات في الأجل الطويل وتتجاهل المدى القصير. ويظهر هنا دور دالة الاستجابة وتحليل التباين لتتبع التفاعل بين المتغيّرات. فإذا كانت المتغيّرات مستقرة ومتكاملة، فإنّ المتغيّرات تكون في حالة توازن في فترة زمنية معينة، وأنّ أية صدمة لأيّ من المتغيّرات المستخدمة ستعمل على التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة ثم تعود المتغيّرات إلى التوازن شريطة عدم حدوث أي صدمة أخرى في نفس الوقت. وتواجه دالة الاستجابة الفورية مشكلة ترتيب المتغيّرات الداخلة في النموذج (Anderson, 1971)، فعند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في متغيّر ما نتيجة لسياسة اقتصادية معينة (أو لسبب آخر) فإنّ دالة الاستجابة تقيس تأثير ذلك على القيمة الحالية والمستقبلية لذلك المتغيّر والمتغيّرات الأخرى، هذا في حال افتراض عدم وجود ترابط بين المتغيّرات العشوائية (Innovations)، ولكن في حالة وجود ترابط بين المتغيّرات العشوائية، فهذا يعني أنّهما مشتركان في قيمة غير معرفة أو محدّدة، ويعود ذلك إلى المتغيّر الذي يأتي في نموذج (VAR). ومن هنا يبرز دور هذه الدالة في تتبع المسار الزمني لمختلف التغيّرات المفاجئة (shocks)، التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيّرات المتضمنة في النموذج، كما تعكس أيضاً، كيفية استجابة كل متغيّر من هذه المتغيّرات لأيّ تغير عشوائي، أو صدمة مفاجئة في أيّ متغيّر من متغيّرات النموذج مع مرور الزمن.

2.3.1.4 نموذج اختبار تصحيح متجهات الخطأ (Vector Error Correction Model)

يستخدم نموذج تصحيح الخطأ كوسيلة لتكييف سلوك المتغيّر في الأجل القصير مع سلوكه في الأجل الطويل، وتحديد إتجاه السببية بين المتغيرات في الأجلين حيث يتمّ استخراج الفروقات et (الأخطاء) بين القيم المقدّرة والقيم الفعلية للمتغيّر التابع في نموذج التكامل المشترك ثم يتم إعادة التقدير للنموذج بإدخال الفرق الأوّل للأخطاء كمتغيّر مستقل جديد وفقاً للمعادلة رقم (7) (G.Huang, 1994)، حيث تمثل Z متجه المتغيّرات

المراد اختبارها و المعاملات β مروّات الأجل القصير ويمثّل معامل الفروقات λ سرعة التكيف بين الأجل القصير والأجل الطويل حيث يكون هذا المتغيّر مستقرّاً إذا كانت القيمة المطلقة له أقل من واحد وإشارته سالبة. (Song And Witt, 2000)

$$\Delta Z_t = \alpha + \sum \beta_i \Delta Z_{t-i} + \lambda u_{t-1} + e_t \dots\dots\dots (7)$$

ويعد نموذج (VECM) حالة مقيدة من نموذج (VAR)، حيث يتمّ تقييد المتجهات المتكاملة للتحوّل Converge إلى توازن في المدى الطويل. بالإضافة إلى إتجاه السببية فإنّ نموذج VECM يشير إلى سرعة التكيف speed of adjustment من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، ويتوقع أن يكون معاملُه سالباً لأنّه يشير للمعدل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة طويلة الأجل، وعندها يكون حد تصحيح الخطأ ذو معنوية إحصائية، وفي هذه الحالة نقول أن سلوك التابع يستغرق (n) فترات حتى يصل لوضع التوازن طويل الأجل، وبذلك فإنّ اختبار F للمتغيّرات المستقلة في الفرق الأوّل يشير إلى السببية في المدى القصير، بينما السببية في المدى الطويل تكون من خلال معنوية معامل ECT الذي يحتوي معلومات المدى الطويل (Hamilton, 1993).

الفصل الرابع

المبحث الثاني: عرض نتائج الاختبارات والتحليل القياسي

1.2.4 تقدير وتحليل النموذج القياسي المقترح الأول (حجم التداول، VSI):

Estimation Results the First Econometric Model:

بعد أن تمّ استعراض منهجية الدراسة والنماذج القياسية التي سيتمّ إجراء طرق التحليل القياسي عليها سيتمّ أولاً استخراج نتائج اختبارات الرزمة الإحصائية (RATS) للنموذج الأول الذي يمثل فيه حجم تداول أسهم قطاع الصناعة في السوق الأولية والثانوية (VSI) كمتغيّر تابع ويمثّل حجم الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)، وكل من المتغيّرات (سعر السهم السوقي، والادخار المتاح الصافي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي)، كمتغيّرات مستقلة، حيث سيتمّ خلال إجراء التحليل ومناقشة النتائج بيان مدى تأثر الطلب في الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي بالمتغيّرات الاقتصادية المقترحة التي تمثّل جميعها متغيّرات اقتصادية كلية خارج نطاق سوق الأسهم باستثناء متغيّر اقتصادي واحد، وهو سعر السهم السوقي لقطاع الصناعة.

الشكل الدالي للنموذج الأول:

$$\text{LOG VSI} = \text{LOG F (ps, ns, gdp, re, m1, td)} \dots\dots\dots (1)$$

ولغايات تحقيق بعض التجانس في أحجام الأرقام الإحصائية المستخدمة في الدراسة، ولأجل استبعاد تأثير الاتجاه العام (Trend) من التقلبات الدورية للمتغيّرات، فقد تم تحويل البيانات الأصلية إلى اللوغاريتمات الطبيعية، وتم تحويل الشكل الدالي (1) إلى الشكل اللوغارتمي كما هو موضح في المعادلة الآتية:

الشكل الخطي اللوغارتمي للنموذج الأول:

$$\text{LOG VSI}_t = A_0 + A_1 \text{ LOG PS}_t + A_2 \text{ LOG NS}_t + A_3 \text{ LOG GDP}_t + A_4 \text{ LOG RE}_t + A_5 \text{ LOG M1}_t + A_6 \text{ LOG TD}_t + u_t$$

1.1.2.4 نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the lag length)
تمّ الاعتماد على اختبائي اكايك (AIC) وسشيوارتز (SBC) لإيجاد العدد الأمثل لفترات التباطؤ (Lags)، حيث تظهر نتائج اختبار هاتين الطريقتين أو المعيارين كما في الجدول (15).

جدول (15)

نتائج إختبار عدد فترات التباطؤ الزمني

VAR Lag Order Selection Criteria		
LAG	AIC	SC
0	-89.987	-94.905
1	-100.298	-101.629
2	-91.564	-89.226
3	-91.471	-89.101
4	-90.657	89.011
5	-88.876	88.169
6	88.593	77.529
* indicates lag order selected by the criterion		
AIC: Akaike information criterion		
SC: Schwarz information criterion		

ولتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ يتمّ اختيار أقل قيمة لكل من (AIC) و (SBC) والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل، وبعد تطبيق هذين المعيارين تلاحظ أدنى قيمة لأكايك وسشيوارتز هي عند فترات تباطؤ زمني تساوي (1)، ولدى تطبيق هذا العدد الأمثل من فترات التباطؤ الزمني على الاختبارات الاحصائية تبين وجود دلالة احصائية لهذه الاختبارات، وتم الحصول على نتائج معنوية.

2.1.2.4 نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF (Stationarity Test)

يقوم هذا الاختبار على فحص استقرارية المتغيّرات مع مرور الزمن حيث يتعيّن في البداية التأكد من استقرار متغيّرات النموذج وهي سعر السهم السوقي والادخار المحلي الصافي والنتاج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، وكذلك حجم تداول أسهم قطاع الصناعة. وبتطبيق اختبار ديكي فولر-الموسع (ADF) فقد تمّ الحصول على النتائج الواردة في الجدول (16).

جدول (16)

نتائج اختبار ديكي - فولر (ADF) لجذر الوحدة

Variable	Level					First difference				
	ADF	MAC	Lags	AIC	Results	ADF	MAC	Lags	AIC	Results
LogVSI	1.69	2.96	1	1.88	NON(ST)	4.87	2.97	1	1.98	(ST)
LogPS	0.09	2.96	1	0.12	NON(ST)	4.34	2.97	1	0.13	(ST)
LogNS	1.76	2.96	1	1.63	NON(ST)	6.48	2.97	1	1.70	(ST)
LogGDP	1.02	2.97	1	0.94	NON(ST)	7.64	2.97	0	0.97	(ST)
LogRE	1.20	2.96	1	0.90	NON(ST)	4.55	2.97	1	0.82	(ST)
LogM1	1.07	2.96	1	2.00	NON(ST)	3.38	2.97	1	2.27	(ST)
LogTD	2.50	2.96	1	2.15	NON(ST)	3.89	2.97	1	2.09	(ST)

أشارت نتائج اختبار ADF الواردة في الجدول (16) إلى أنّ المتغيّرات جميعها غير مستقرة عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية عند المستويات جميعها، وعدد فترات تباطؤ يساوي (1) اعتماداً على معيار (Akiak) كما كانت قيم (DW) و (F) جميعها ليست بالمستوى الاحصائي المقبول، وبعد ذلك تم إجراء اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفرق الأوّل (First-difference)، وعند العدد نفسه من فترات التباطؤ، تبين أنّ المتغيّرات جميعها قد استقرت عند مستوى معنوية (5%) كما أظهرت النتائج بأنّ قيم (F) المحسوبة و (DW) جميعها كانت مقبولة احصائياً، وبما أنّ المتغيّرات جميعها كانت مستقرة عند الفرق الأوّل فهذا يعني أنها متكاملة (cointegration) من الدرجة الأولى I(1).

3.1.2.4 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Cointegration Test)

إذا كانت متغيّرات السلسلة الزمنية غير مستقرة بمستوياتها، ومستقرة عند الفرق الأوّل فإنّ ذلك يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1). عندها فأنّه يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك الذي اقترحه جوهانسن، وتشير نتائج اختبار جوهانسن الواردة في الجدول (17) إلى رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى دلالة 5%، كذلك رفض فرضية وجود متجه واحد على الأكثر، ومتجهين على الأكثر ممّا يدل على وجود ثلاثة متجهات للتكامل المشترك، وذلك حسب (Trace statistic) بينما نسبة الاحتمالية العظمى (MLR) قبلت الفرضية الصفرية. وعندها يمكن قبول الفرضية البديلة بأنّ المتغيّرات متكاملة. الأمر الذي يؤكد وجود علاقة توازن

في المدى الطويل بين المتغيّرات الداخلة في النموذج. وتشير هذه النتيجة إلى وجود علاقة سببية بين هذه المتغيّرات، ويمكن كتابة المتجه التكاملي الأوّل الذي تمّ الحصول عليه على الشكل التالي:

$$\text{LogVSI} = 1.025\text{Log(PS)} - 0.453\text{Log(NS)} - 1.956\text{Log(GDP)} + 0.191\text{Log(RE)} + 2.344\text{Log(M1)} + 2.821\text{Log(TD)}$$

تبين نتائج المتجه التكاملي أن معدل نمو حجم التداول لقطاع الصناعة (VSI) يتأثر بمعدل نمو سعر الصرف الحقيقي (RE) وبمعدل عرض النقد (M1) وبمعدل نمو إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD) وبمعدل نمو سعر السهم (PS) إيجابياً، كما يظهر من إشارة معاملات المتجه، ويتأثر أيضاً بمعدل نمو الإدخار المتاح الصافي (NS) وبمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) سلبياً، وهذا ينسجم مع النظرية الاقتصادية، وبمقارنة النتائج السابقة مع نتائج (OLS) نجد أن قيم (T) و (R²) و (F) تشير إلى معنويّة النموذج ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا قيمة، كذلك نتائج DW منخفضة وتدل على وجود مشكلة الترابط الذاتي مما يشير إلى أننا أمام مشكلة (Spurious Regression) وهذا يتفق مع نتائج اختبار (ADF) القائلة بعدم استقرار السلاسل الزمنية المستخدمة بمستوياتها (Gujarati, Damonarn 1995).

إنّ حصولنا على ثلاثة متجهات للتكامل المشترك في النموذج الأوّل المستخدم لتحديد الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي باستخدام متغيّر حجم التداول للأسهم كمتغيّر تابع، يجعل من عملية تفسير النتائج عملية صعبة ومعقدة، ولكن إذا نظرنا إلى نتائج المتجه الأوّل للتكامل المشترك في النموذج الأوّل التي تدل على أنّ بعض المتغيّرات لم تأخذ الإشارات المتوقعة مثل متغيّر (NS, GDP) وقارنا هذه النتائج بتلك التي حصلنا عليها باستخدام طريقة (OLS) نجد أنّ النتائج مختلفة عن بعضها في الطريقتين مما يؤكد ضرورة عدم اللجوء إلى الطرق التحليلية الإحصائية التقليدية في حالة كانت السلاسل الزمنية تعاني من مشكلة عدم الاستقرار (Lim and macaleer, 2001) لكن في حالة الحصول على متجه واحد للتكامل المشترك (Cointegrating Vector) عندها نستطيع تفسير هذا المتجه على أنه دليل على وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيّرات الداخلة في النموذج وتفسّر المعاملات على أنّها مرونة المدى الطويل، أمّا في حالة الحصول على أكثر من متجه للتكامل المشترك (Multiple Cointegrating)

(Vector) كما هو الحال الآن، فإنّ تفسيرها ليس بالأمر السهل أو المباشر ولذلك يتم اللجوء إلى التحليل قصير الأجل و بحسب قاعدة جرينجر فإنّ وجود علاقة في الأجل الطويل تعني وجود علاقة في الأجل القصير (شوتروالريموني، 2000)، وبخلاف ذلك فإنّ المتغيّرات ستتحرك باتجاهات مختلفة، ولا ضمانه لوجود توازن فيما بينها.

جدول (17)

نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

Hypothesized No. of CE(s)			Eigenvalu	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *			0.913346	192.2401	125.6154	0
At most 1 *			0.806831	123.7568	95.75366	0.0002
At most 2 *			0.693768	77.7194	69.81889	0.0102
At most 3			0.507537	44.58388	47.85613	0.0983
At most 4			0.445973	24.75048	29.79707	0.1705
At most 5			0.249206	8.215327	15.49471	0.4427
At most 6			0.006757	0.189851	3.841466	0.663
Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level						
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level						
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values						
Hypothesized No. of CE(s)			Eigenvalu	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *			0.913346	68.48327	46.23142	0.0001
At most 1 *			0.806831	46.03738	40.07757	0.0095
At most 2			0.693768	33.13551	33.87687	0.0611
At most 3			0.507537	19.83341	27.58434	0.3528
At most 4			0.445973	16.53515	21.13162	0.1951
At most 5			0.249206	8.025476	14.2646	0.3761
At most 6			0.006757	0.189851	3.841466	0.663
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level						
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level						
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood		124.0452		
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)						
LOG(VSI)	LOG(PS)	LOG(NS)	LOG(GDP)	LOG(RE)	LOG(M1)	LOG(TD)
	-1.02519	0.453665	1.956273	-0.19185	-2.34437	-2.82194
	-0.22456	-0.09851	-0.54587	-0.18632	-0.50607	-0.43804

4.1.2.4 نتائج اختبار (Granger Causality Test) للسببية

يستخدم هذا الاختبار من أجل تحديد اتجاه السببية بين متغيّرات الدّراسة، حيث يظهر اتجاه السببية فيما إذا كان أحادياً، أو تبادلياً أي أنّ كلا المتغيّرين يسبب الآخر، وقد لا تكون هنالك علاقة سببية بينهما، ويبيّن هذا الاختبار أنّ (X) يسبب (Y) إذا كان

التباطؤ الزمني للمتغير (X) له طاقة تنبؤية إضافية أكبر من الطاقة التنبؤية الإضافية للتباطؤ الزمني للمتغير (Y) نفسه. ويتم تحديد وجود علاقة من عدمها بالنظر إلى قيمة (F) المعطاة في نتائج اختبار جرينجر للسببية، وذلك من خلال مقارنة القيمة المحسوبة (المطلقة) لـ (F) مع القيمة الجدولية (الحرية) لها. ويتم رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من تلك الجدولية. ويكون اختبار (F) موزعاً توزيعاً عادياً بدرجات حرية $F(q,n-m)$.

ويُبين الجدول (18) نتائج اختبار السببية بين حجم تداول أسهم القطاع الصناعي الأردني، وكل من سعر السهم السوقي، والادخار المحلي الصافي، والنتائج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، حيث تُشير نتائج اختبار السببية الواردة في الجدول (18) إلى أنّ هناك علاقة سببية تبادلية موجبة بين كل من متغير (VSI) والمتغيرات (PS, RE, M1, TD)، وعلاقة تبادلية سالبة من طرف المتغير (GDP) وعلاقة أحادية سالبة من طرف المتغير (NS). كما تشير أيضاً نتائج اختبار السببية الواردة في الجدول (19) إلى وجود مجموعة من العلاقات السببية وغير السببية أحادية وتبادلية الاتجاه بين المتغيرات المستقلة وهذا ينسجم مع النظرية الاقتصادية.

جدول (18)

نتائج اختبار Granger للسببية للمتغير التابع (VSI) مع المتغيرات المستقلة

The direction of the relationship	F-Ststistic	F- Tabletes	Probablity	Lags	Results	Relation Result
PS → VSI	2.59	2.55	0.47	1	Cause	تبادلية
VSI → PS	2.56	2.55	0.39	1	Cause	تبادلية
NS → VSI	1.98	2.55	0.72	1	No Cause	أحادي
VSI → NS	2.55	2.55	0.44	1	Cause	أحادي
GDP → VSI	2.23	2.55	0.78	1	No Cause	تبادلية
VSI → GDP	2.02	2.55	0.70	1	No Cause	تبادلية
RE → VSI	2.99	2.55	0.26	1	Cause	تبادلية
VSI → RE	3.49	2.55	0.07	1	Cause	تبادلية
M1 → VSI	3.64	2.55	0.06	1	Cause	تبادلية
VSI → M1	2.85	2.55	0.36	1	Cause	تبادلية
TD → VSI	2.78	2.55	0.47	1	Cause	تبادلية
VSI → TD	2.61	2.55	0.50	1	Cause	تبادلية

ويمكن كتابة النتائج على النحو الآتي:-

العلاقة الأحادية	العلاقة التبادلية السالبة	العلاقة التبادلية الموجبة
NS → VSI	GDP ↔ VSI	PS ↔ VSI
		RE ↔ VSI
		M1 ↔ VSI
		TD ↔ VSI

* → اتجاه السببية

جدول (19)

نتائج اختبار Granger للسببية للمتغيرات المستقلة مع بعضها

The direction of the relationship	F-Ststistic	F- Tabletes	Probablity	Lags	Results	Relation Result
NS → PS	2.66	2.55	0.48	1	Cause	تبادلية
GDP → PS	2.81	2.55	0.34	1	Cause	تبادلية
RE → PS	2.71	2.55	0.47	1	Cause	أحادية
M1 → PS	3.14	2.55	0.08	1	Cause	أحادية
TD → PS	2.02	2.55	0.88	1	No Cause	أحادية
PS → NS	4.00	2.55	0.05	1	Cause	تبادلية
GDP → NS	2.90	2.55	0.10	1	Cause	أحادية
RE → NS	3.53	2.55	0.07	1	Cause	أحادية
M1 → NS	3.11	2.55	0.15	1	Cause	تبادلية
TD → NS	3.07	2.55	0.09	1	Cause	تبادلية
PS → GDP	3.02	2.55	0.17	1	Cause	تبادلية
NS → GDP	2.01	2.55	0.58	1	No Cause	أحادية
RE → GDP	2.76	2.55	0.10	1	Cause	تبادلية
M1 → GDP	3.99	2.55	0.05	1	Cause	أحادية
TD → GDP	2.97	2.55	0.15	1	Cause	أحادية
PS → RE	2.40	2.55	0.74	1	No Cause	أحادية
NS → RE	1.98	2.55	0.52	1	No Cause	أحادية
GDP → RE	2.90	2.55	0.37	1	Cause	تبادلية
M1 → RE	2.86	2.55	0.16	1	Cause	تبادلية
TD → RE	1.22	2.55	0.65	1	No Cause	أحادية
PS → M1	2.20	2.55	0.80	1	No Cause	أحادية
NS → M1	2.75	2.55	0.45	1	Cause	تبادلية
GDP → M1	1.34	2.55	0.98	1	No Cause	أحادية
RE → M1	3.11	2.55	0.29	1	Cause	تبادلية
Td → M1	2.69	2.55	0.23	1	Cause	تبادلية
PS → TD	4.47	2.55	0.04	1	Cause	أحادية
NS → TD	2.77	2.55	0.21	1	Cause	تبادلية
GDP → TD	1.82	2.55	0.97	1	No Cause	أحادية
RE → TD	22.05	2.55	0.16	1	Cause	أحادية
M1 → TD	2.59	2.55	0.31	1	Cause	تبادلية

• التحليل الديناميكي قصير الأجل:

5.1.2.4 نتائج اختبار تحليل مكوّنات التباين (Variance Decomposition)

يهدف هذا الاختبار إلى معرفة مقدار التباين في التنبؤ لحجم تداول أسهم قطاع الصناعة والذي يعود إلى خطأ التنبؤ في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة ذاته، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيّرات التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR). حيث تمّ إجراء اختبار تحليل النموذج الأوّل (VSI) وكانت النتائج على النحو الآتي:-

1. حجم تداول أسهم قطاع الصناعة (VSI).

تبين نتائج تحليل مكوّنات التباين لمتغيّرات الدّراسة أنّ القوة التفسيرية لهذه المتغيّرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة. ويظهر من الجدول (20) أن (100%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة في الفترة الأولى يُعزى للمتغيّر نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر فترات إلى (37.1%).

جدول (20)

Variance Decomposition Of Log (VSI)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	100	0	0	0	0	0	0
2	90.57978	0.153033	0.095157	2.619048	1.58975	4.957896	0.005331
3	67.65234	3.630821	11.32745	3.524625	1.808324	11.60752	0.449409
4	53.93729	5.569204	10.64925	15.45277	1.420248	11.24587	1.725369
5	45.27861	10.38326	9.478996	20.32184	1.141905	11.39933	1.996061
6	42.22934	10.43023	10.14561	23.33154	1.207666	10.86482	1.7908
7	40.14841	10.0826	10.52705	25.24173	1.620738	10.40849	1.970986
8	38.52077	9.730892	11.33491	26.11293	1.864075	10.23471	2.201707
9	37.6407	9.481291	11.59406	27.04052	1.88578	10.07711	2.280532
10	37.18859	9.367007	11.48722	27.79856	1.863016	10.00597	2.289645

2. سعر السهم السوقي (PS).

يُبين جدول (21) أنّ سعر السهم السوقي يُفسّر (70.15%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (26.96%) بعد مرور عشر فترات زمنية. وتشير هذه النتائج إلى أنّ مكوّنات التباين لحجم تداول أسهم قطاع الصناعة، تتأثر بشكل كبير بمتغيّر سعر السهم السوقي وهذا

يدعم فرضيّة الدّراسة القائلة بوجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة من دورها زيادة الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي. ويدعم هذه النتيجة النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببيّة الذي يبيّن أنّ سعر السهم السوقي يسبب حجم تداول أسهم قطاع الصناعة وبشكل تبادلي وينسجم مع النظرية الاقتصادية، على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (21)

Variance Decomposition Of Log (PS)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	29.84687	70.15313	0	0	0	0	0
2	29.94812	54.37189	0.278737	0.002527	6.634562	8.035946	0.728215
3	34.58132	40.56075	5.130432	8.879962	3.918332	11.38	4.549262
4	31.0831	39.59784	5.672442	23.20819	2.760887	11.83025	5.847289
5	27.98114	35.50864	8.308908	28.0213	2.458447	13.08849	5.633082
6	24.85299	33.19219	10.34116	33.40942	2.713871	12.57454	4.91583
7	21.71562	30.193244	12.31419	36.94418	3.296327	12.37279	4.163653
8	18.72305	29.905599	14.30769	39.82444	3.776541	11.90548	3.557191
9	16.33907	27.183924	15.46181	42.28352	4.188223	11.44174	3.101708
10	14.5143	26.963936	16.08441	40.17446	4.47524	5.03067	2.756991

3. الادخار المتاح الصافي (NS).

دلت نتائج التحليل على أنّ مكوّنات التباين لحصة الادخار المتاح الصافي في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة قد كان متوسطاً في الفترة الأولى، حيث يظهر الجدول (22) أنّ حوالي (25%) من الأخطاء في التنبؤ في تباين حصة حجم تداول أسهم قطاع الصناعة تعود للمتغيّر نفسه، إلّا أنّ هذه النسبة قد انخفضت بشكل كبير بعد عشر فترات زمنيّة لتصل إلى (4.39%) لتشير إلى ضعف العلاقة التفسيرية بين المتغيّرين على المدى الطويل.

جدول (22)

Variance Decomposition Of Log (NS)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	25.09973	8.682409	33.21786	0	0	0	0
2	28.33165	18.24254	25.41597	0.015733	3.601843	0.388471	0.003788
3	23.0218	20.88284	19.31375	13.19798	3.478627	0.83919	0.265821
4	22.17337	19.84608	17.43168	8.016788	4.707501	7.095604	0.728986
5	21.80846	19.54069	17.24344	7.846791	6.819808	7.542146	2.198706
6	25.94979	18.26695	16.59387	3.370622	11.269033	4.036387	2.513343
7	18.74234	19.52234	14.90133	2.185987	6.723887	1.792108	2.132012
8	17.74679	20.97191	9.6666	2.451561	6.545652	1.63387	1.983614
9	10.16238	24.89229	8.86802	2.966407	6.769622	1.483183	1.858101
10	4.39833	39.10651	8.29409	8.760373	11.40511	6.355667	3.67993

أمّا فيما يتعلّق بحصة الادخار المتاح الصافي، فقد أظهر الجدول (22) أنّ حوالي (33.21%) من الأخطاء في التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، يُعزى للادخار المتاح الصافي في الفترة الأولى إلا أنّ هذه النسبة ستتناقص إلى أن تصل إلى (8.29%) بعد عشر فترات زمنية حيث تُشير النتائج إلى أنّ مكونات التباين لحجم التداول تتأثر بشكل ضعيف بدءاً من الفترة الأولى بالادخار المتاح الصافي، وهذا يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية، بوجود علاقة أحادية سالبة الاتجاه من قبل متغيّر الادخار المتاح الصافي مع حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، ويدعم أيضاً النتائج التي تم الحصول عليها في المتجه التكاملي، وينسجم مع النظرية الاقتصادية.

4. الناتج المحلي والإجمالي (GDP).

تُشير نتائج تحليل مكونات التباين، إلى أنّ متغيّر الناتج المحلي الإجمالي يُفسّر (44.50%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة في الفترة الأولى كما يظهر من الجدول (23)، لتعود هذه القيمة لتتناقص إلى (29.59%) بعد عشر فترات زمنية. وكما يظهر من الجدول فإن (34.34%) من خطأ التنبؤ يُعزى لمتغيّر حجم التداول، لترتفع قيمة خطأ التنبؤ إلى (39.29%) بعد عشر فترات زمنية، وهذا يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية بوجود علاقة أحادية سالبة الاتجاه من قبل متغيّر الناتج المحلي الإجمالي مع حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، ويدعم أيضاً النتائج التي تم الحصول عليها في المتجه التكاملي، وينسجم مع النظرية الاقتصادية.

جدول (23)

Variance Decomposition Of Log (GDP)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	34.34337	20.086353	10.063615	44.50666	0	0	0
2	19.26693	2.672393	4.248028	68.3899	0.003388	2.580207	2.839153
3	22.36709	2.658937	4.304479	63.25186	0.373691	4.362277	2.681665
4	26.78061	4.944172	3.528339	55.80487	0.324681	6.406508	2.210824
5	33.0685	5.024484	2.711235	50.16664	0.604521	6.427832	1.996795
6	36.84057	7.151858	2.277727	44.94066	0.716546	6.407246	1.665391
7	39.7278	9.206033	2.009364	40.43311	0.946909	6.234187	1.442593
8	40.78503	12.03123	1.9971	36.6848	1.29817	5.904671	1.298993
9	40.51581	15.68587	2.244616	32.98458	1.9358	5.438922	1.194398
10	39.29606	19.32301	2.980494	29.59405	2.776342	4.886963	1.143081

5. سعر الصرف الحقيقي (RE).

يبين جدول (24) أنّ سعر الصرف الحقيقي يُفسّر (70.13%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (20.24%) بعد مرور عشر فترات زمنيّة. وتُشير هذه النتائج إلى أنّ مكونات التباين لحجم تداول أسهم قطاع الصناعة يتأثّر بشكل كبير بمتغيّر سعر الصرف الحقيقي، وهذا يدعم فرضيّة الدّراسة القائلة بوجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة احصائيّة من دورها زيادة الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي. ويدعم هذه النتيجة النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببيّة الذي يبيّن أنّ سعر الصرف الحقيقي يسبب حجم تداول أسهم قطاع الصناعة وبشكل تبادلي، على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (24)

Variance Decomposition Of Log (RE)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	12.09071	10.72827	5.284745	1.756678	70.13959	0	0
2	22.32556	18.63035	22.85411	3.965013	58.93801	0.890351	2.396602
3	33.87947	24.514	16.62543	5.422204	42.39903	0.682705	1.477166
4	42.8307	23.35247	14.79614	3.952646	40.56037	0.478487	1.029181
5	38.7334	30.71478	12.49891	4.892435	41.75117	0.420946	0.988362
6	33.43198	36.20585	11.39066	5.881895	38.82191	0.373399	0.894299
7	26.85032	41.08249	11.65614	7.297219	35.74287	0.542295	0.828661
8	21.60003	42.26323	12.47734	10.0186	33.54274	1.15996	0.938102
9	17.30755	40.39796	13.61401	14.07902	20.92571	2.270502	1.405253
10	13.77894	27.07126	14.46405	19.15009	20.24996	3.367889	1.917803

6. عرض النقد (M1).

تشير نتائج تحليل مكونات التباين، إلى أنّ متغيّر عرض النقد يُفسّر (50.38%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة في الفترة الأولى كما يظهر من الجدول (25)، لتعود هذه القيمة لتتخفّف إلى (30.44%) بعد عشر فترات زمنيّة. وكما يظهر من الجدول فإنّ (24.25%) من خطأ التنبؤ يعزى لمتغيّر حجم التداول، لترتفع قيمة خطأ التنبؤ إلى (12.58%) بعد عشر فترات زمنيّة، وهذا يدعم النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببيّة بوجود علاقة موجبة تبادليّة الاتجاه بين المتغيّرين، وتعارض هذه النتيجة مع فرضيّة الدّراسة القائلة بأنّه يوجد علاقة عكسيّة ذات دلالة احصائيّة بين متغيّر عرض النقد والطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، علماً بأنّ هذه العلاقة ستضعف فعلياً في المدى الطويل كما أشارت إليه نتيجة التحليل.

جدول (25)

Variance Decomposition Of Log (M1)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	24.45339	2.172493	5.776005	21.76795	0.440837	50.38933	0
2	39.70451	0.710121	14.76378	22.15241	3.927059	49.42331	0.318809
3	39.1268	0.460638	11.29372	29.63491	3.434113	49.48394	0.565872
4	32.56896	0.717523	12.62879	34.96611	2.97001	47.28998	0.858631
5	27.65111	0.847127	13.54869	39.97477	2.585923	45.48187	0.910513
6	24.69447	1.015381	13.40296	43.6918	2.405756	44.92193	0.867701
7	22.92446	0.957753	13.44372	46.06906	2.409801	43.42668	0.768526
8	21.80686	0.849279	13.41743	47.8235	2.490728	40.93132	0.680887
9	21.03979	0.783592	13.33272	49.05681	2.535446	35.62692	0.624726
10	12.58779	0.752334	13.13409	39.99891	2.503996	30.44145	0.581419

7. إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي (TD).

يُبين جدول (26) أنّ إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي يُفسّر (74.03%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (8.03%) بعد مرور عشر فترات زمنية. وتشير هذه النتائج إلى أنّ مكونات التباين لحجم تداول أسهم قطاع الصناعة تتأثر بشكل كبير بمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي في الفترة الأولى وهذه النتيجة لم تدعم فرضيّة الدّراسة القائلة بوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائيّة بين المتغيّرين، علماً بأنّها يمكن أن تتحقّق في المدى البعيد. كما أنّ هذه النتيجة تدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببيّة، الذي يبيّن أنّ حجم الإنفاق المحلي والإجمالي يسبب حجم تداول أسهم قطاع الصناعة وبشكل تبادلي على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (26)

Variance Decomposition Of Log (TD)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	2.005901	0.186291	0.127592	12.90281	0.012415	10.73231	74.03268
2	17.34112	0.943347	4.591491	11.20126	1.123257	9.476638	65.32289
3	26.11252	2.62017	9.607963	9.400752	3.65804	7.727475	50.87308
4	36.50225	10.73626	13.05569	5.094367	8.003711	4.606583	32.00114
5	42.54713	15.73072	14.49816	2.843306	9.329727	2.695712	22.35524
6	42.79836	21.32516	14.01746	2.690121	9.238422	1.813175	15.117302
7	39.7938	26.29026	13.69411	3.552025	9.43756	1.31213	10.920114
8	34.05502	31.59907	13.75588	5.155444	9.849854	1.043915	10.540811
9	27.78218	35.59253	14.10702	7.503647	10.35144	1.049993	9.613186
10	21.97596	37.46763	14.90797	10.58835	10.6141	1.412034	8.033966

مصادقية النتائج (Cholaski Decomposition)

للتأكد من مصداقية النتائج ودعمها. تم اللجوء إلى اتباع أسلوب إعادة ترتيب متغيّرات نموذج (VAR). وهي طريقة يعتمد عليها توزيع تشولاسكي Cholaski Decomposition وقد تمّ هنا إعادة ترتيب المتغيّرات، (NS, GDP, RE, M1, TD) (PS, وتمّ الحصول على نتائج تحليل مكونات التباين في الجداول (33,32,31,30,29,28,27) على التوالي، حيث اتضح أنّ نتائج التحليل لم تتغير كثيرا بعد إعادة الترتيب حيث مازالت المتغيّرات تشرح الجزء الأكبر من مكونات التباين لمتغيّر حجم التداول لأسهم القطاع الصناعي، ممّا يعني أنّ تلك المتغيّرات لها دور أساسي في تقلبات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة وتمّ الحصول على النتائج التالية:

1- تحليل مكونات التباين لمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي بعد إعادة الترتيب

تبين من خلال الجدول (27) أنّ القوة التفسيرية لمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي ما زالت مرتفعة في تفسير خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، حيث أنّ التغيّرات في متغيّر (TD) تفسر حوالي (74.03%) من تنبؤ الخطأ في حجم التداول خلال الفترة الأولى، وتتنخفض بعد عشر فترات زمنية لتصل إلى (8.03%)، وعلى الرغم من هذا الانخفاض إلا أنّ متغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي

والأجنبي يعد من المتغيّرات التي أثّرت بشكل ايجابي في حجم التداول، وإنّ عدم تغيير النتائج بعد إعادة الترتيب يُفسّر العلاقة القوية التي تربط المتغيّرين مع بعضهم خلال فترة الدّراسة.

جدول (27)

Variance Decomposition Of Log (TD)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	2.005901	0.186291	0.127592	12.90281	0.012415	10.73231	74.03268
2	17.34112	0.943347	4.591491	11.20126	1.123257	9.476638	66.32289
3	26.11252	2.62017	9.607963	9.400752	3.65804	7.727475	50.87308
4	36.50225	10.73626	13.05569	5.094367	8.003711	4.606583	32.00114
5	42.54713	15.73072	14.49816	2.843306	9.329727	2.695712	22.35524
6	42.79836	21.32516	14.01746	2.690121	9.238422	1.813175	15.117302
7	39.7938	26.29026	13.69411	3.552025	9.43756	1.31213	10.920114
8	34.05502	31.59907	13.75588	5.155444	9.849854	1.043915	10.540811
9	27.78218	35.59253	14.10702	7.503647	10.35144	1.049993	9.613186
10	21.97596	37.46763	14.90797	10.58835	10.6141	1.412034	8.033966

2- تحليل مكونات التباين لمتغيّر عرض النقد بعد إعادة الترتيب

أظهر الجدول (28) القوة التفسيرية لمتغيّر عرض النقد لأخطاء التنبؤ في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، حيث يُفسّر عرض النقد حوالي (50.3%) من أخطاء التنبؤ في حجم التداول خلال الفترة الأولى، ومع إعادة الترتيب نلاحظ ثبات القوة التفسيرية لعرض النقد على الرغم من انخفاضها بمستوى (10.0%) في الفترة العاشرة ممّا يدل على أنّ العلاقة ستبقى إيجابية بين المتغيّرين، وهذا يدعم النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببية بوجود علاقة موجبة تبادلية الاتجاه بين المتغيّرين.

جدول (28)

Variance Decomposition Of Log (M1)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	24.45339	2.172493	5.776005	21.76795	0.440837	50.38933	0
2	39.70451	0.710121	14.76378	22.15241	3.927059	49.42331	0.318809
3	39.1268	0.460638	11.29372	29.63491	3.434113	49.48394	0.565872
4	32.56896	0.717523	12.62879	34.96611	2.97001	47.28998	0.858631
5	27.65111	0.847127	13.54869	39.97477	2.585923	45.48187	0.910513
6	24.69447	1.015381	13.40296	43.6918	2.405756	44.92193	0.867701
7	22.92446	0.957753	13.44372	46.06906	2.409801	43.42668	0.768526
8	21.80686	0.849279	13.41743	47.8235	2.490728	40.93132	0.680887
9	21.03979	0.783592	13.33272	49.05681	2.535446	35.62692	0.624726
10	12.58779	0.752334	13.13409	39.99891	2.503996	30.44145	0.581419

3- تحليل مكونات التباين لمتغير سعر الصرف الحقيقي بعد إعادة الترتيب

أظهر الجدول (29) ثبات القوة التفسيرية لمتغير سعر الصرف الحقيقي لأخطاء التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب حيث فسّر المتغير حوالي (70.13%) من تنبؤ الخطأ في حجم التداول خلال الفترة الأولى، ممّا يدل على ارتفاع النسبة التفسيرية لهذا المتغير وإلى الدور الذي يمكن أن يلعبه خلال الفترة الزمنية الطويلة في تقلبات حجم التداول لأسهم قطاع الصناعة حيث وصلت هذه النسبة إلى حوالي (20.24%) بعد عشر فترات زمنية وكانت مطابقة للنتائج التي تمّ الحصول عليها قبل إعادة الترتيب.

جدول (29)

Variance Decomposition Of Log (RE)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	12.09071	10.72827	5.284745	1.756678	70.13959	0	0
2	22.32556	18.63035	22.85411	3.965013	58.93801	0.890351	2.396602
3	33.87947	24.514	16.62543	5.422204	42.39903	0.682705	1.477166
4	42.8307	23.35247	14.79614	3.952646	40.56037	0.478487	1.029181
5	38.7334	30.71478	12.49891	4.892435	41.75117	0.420946	0.988362
6	33.43198	36.20585	11.39066	5.881895	38.82191	0.373399	0.894299
7	26.85032	41.08249	11.65614	7.297219	35.74287	0.542295	0.828661
8	21.60003	42.26323	12.47734	10.0186	33.54274	1.15996	0.938102
9	17.30755	40.39796	13.61401	14.07902	20.92571	2.270502	1.405253
10	13.77894	27.07126	14.46405	19.15009	20.24996	3.367889	1.917803

4- تحليل مكونات التباين لمتغيّر الناتج المحلي الإجمالي بعد إعادة الترتيب

جدول (30)

Variance Decomposition Of Log (GDP)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	34.34337	20.08635	10.063615	44.50666	0	0	0
2	19.26693	2.672393	4.248028	68.3899	0.003388	2.580207	2.839153
3	22.36709	2.658937	4.304479	63.25186	0.373691	4.362277	2.681665
4	26.78061	4.944172	3.528339	55.80487	0.324681	6.406508	2.210824
5	33.0685	5.024484	2.711235	50.16664	0.604521	6.427832	1.996795
6	36.84057	7.151858	2.277727	44.94066	0.716546	6.407246	1.665391
7	39.7278	9.206033	2.009364	40.43311	0.946909	6.234187	1.442593
8	40.78503	12.03123	1.9971	36.6848	1.29817	5.904671	1.298993
9	40.51581	15.68587	2.244616	32.98458	1.9358	5.438922	1.194398
10	39.29606	19.32301	2.980494	29.59405	2.776342	4.886963	1.143081

تبيّن من خلال الجدول (30) أنّ القوة التفسيرية لمتغيّر الناتج المحلي الإجمالي ما زالت تُفسّر خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، علماً بأنّها قد كانت غير مرتفعة وضعيفة في الفترة الأولى وبلغت قوة التفسير ما يقارب (44.50%) من تنبؤ الخطأ في حجم التداول خلال الفترة الأولى، وانخفضت بعد عشر فترات زمنية لتصل إلى (20.59%)، وإنّ عدم تغير النتائج بعد إعادة الترتيب يُفسّر العلاقة القويّة التي تربط المتغيّرين مع بعضهم خلال فترة الدّراسة. وهذا يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية بوجود علاقة أحادية سالبة الاتجاه من قبل متغيّر الناتج المحلي الإجمالي مع حجم تداول أسهم قطاع الصناعة.

5- تحليل مكونات التباين لمتغير الادخار المتاح الصافي بعد إعادة الترتيب

جدول (31)

Variance Decomposition Of Log (NS)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	25.09973	8.682409	33.21786	0	0	0	0
2	28.33165	18.24254	25.41597	0.015733	3.601843	0.388471	0.003788
3	23.0218	20.88284	19.31375	13.19798	3.478627	0.83919	0.265821
4	22.17337	19.84608	17.43168	8.016788	4.707501	7.095604	0.728986
5	21.80846	19.54069	17.24344	7.846791	6.819808	7.542146	2.198706
6	25.94979	18.26695	16.59387	3.370622	11.269033	4.036387	2.513343
7	18.74234	19.52234	14.90133	2.185987	6.723887	1.792108	2.132012
8	17.74679	20.97191	9.6666	2.451561	6.545652	1.63387	1.983614
9	10.16238	24.89229	8.86802	2.966407	6.769622	1.483183	1.858101
10	4.39833	39.10651	8.29409	8.760373	11.40511	6.355667	3.67993

نلاحظ من الجدول (31) ثبات القوة التفسيرية لمتغير الادخار المتاح الصافي لأخطاء التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب، حيث أنّ حوالي (33.21%) من الأخطاء في التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة، يعزى للادخار المتاح الصافي في الفترة الأولى إلا أنّ هذه النسبة ستتخفض إلى أن تصل إلى (8.29%) بعد عشر فترات زمنية حيث تشير النتائج إلى أنّ مكونات التباين لحجم التداول تتأثر بشكل ضعيف بدءاً من الفترة الأولى بالادخار المتاح الصافي، وهذا يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية، بوجود علاقة أحادية سالبة الاتجاه من قبل متغير الادخار المتاح الصافي مع حجم تداول أسهم قطاع الصناعة. وكانت مطابقة للنتائج التي تم الحصول عليها قبل إعادة الترتيب.

6- تحليل مكونات التباين لمتغير سعر السهم السوقي بعد إعادة الترتيب

أظهر الجدول (32) ثبات القوة التفسيرية لمتغير سعر السهم السوقي لأخطاء التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب حيث فسّر المتغير حوالي (70.15%) من تنبؤ الخطأ في حجم التداول خلال الفترة الأولى، ممّا يدل على ارتفاع النسبة التفسيرية لهذا المتغير وإلى الدور الذي يمكن أن يلعبه خلال الفترة الزمنية الطويلة في تقلبات حجم التداول لأسهم قطاع الصناعة حيث وصلت هذه النسبة إلى

حوالي (26.96%) بعد عشر فترات زمنية وكانت مطابقة للنتائج التي تم الحصول عليها قبل إعادة الترتيب.

جدول (32)

Variance Decomposition Of Log (PS)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	29.84687	70.15313	0	0	0	0	0
2	29.94812	54.37189	0.278737	0.002527	6.634562	8.035946	0.728215
3	34.58132	40.56075	5.130432	8.879962	3.918332	11.38	4.549262
4	31.0831	39.59784	5.672442	23.20819	2.760887	11.83025	5.847289
5	27.98114	35.50864	8.308908	28.0213	2.458447	13.08849	5.633082
6	24.85299	33.19219	10.34116	33.40942	2.713871	12.57454	4.91583
7	21.71562	30.193244	12.31419	36.94418	3.296327	12.37279	4.163653
8	18.72305	29.905599	14.30769	39.82444	3.776541	11.90548	3.557191
9	16.33907	27.183924	15.46181	42.28352	4.188223	11.44174	3.101708
10	14.5143	26.963936	16.08441	40.17446	4.47524	5.03067	2.756991

7- تحليل مكونات التباين لحجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب
تبين نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيرات الدراسة أنّ القوة التفسيرية لهذه المتغيرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة. وبعد إعادة ترتيب المتغيرات يظهر من الجدول (33) أن (100%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم تداول أسهم قطاع الصناعة في الفترة الأولى يُعزى للمتغير نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر فترات إلى (37.1%). ممّا يدلّ ثبات القوة التفسيرية للمتغير.

جدول (33)

Variance Decomposition Of Log (VSI)

period	Log (VSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	100	0	0	0	0	0	0
2	90.57978	0.153033	0.09515	2.619048	1.58975	4.957896	0.00533
3	67.65234	3.630821	11.327	3.524625	1.808324	11.60752	0.44940
4	53.93729	5.569204	10.64925	15.45277	1.420248	11.24587	1.72536
5	45.27861	10.38326	9.478996	20.32184	1.141905	11.39933	1.99606
6	42.22934	10.43023	10.14561	23.33154	1.207666	10.86482	1.7908
7	40.14841	10.0826	10.52705	25.24173	1.620738	10.40849	1.97098
8	38.52077	9.730892	11.33491	26.11293	1.864075	10.23471	2.20170
9	37.6407	9.481291	11.59406	27.04052	1.88578	10.07711	2.28053
10	37.18859	9.367007	11.48722	27.79856	1.863016	10.00597	2.28964

6.1.2.4 نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) (Impulse Response Function)

يوضح الشكل (9) نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل كما يلي:

1. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في سعر السهم السوقي، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة ثقة عالية في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي سبع سنوات ثم يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة ونتائج تحليل مكونات التباين.

2. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في الادخار المتاح الصافي، يؤثر بشكل سلبي في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي خمس سنوات ثم يبدأ بالارتفاع تدريجياً ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

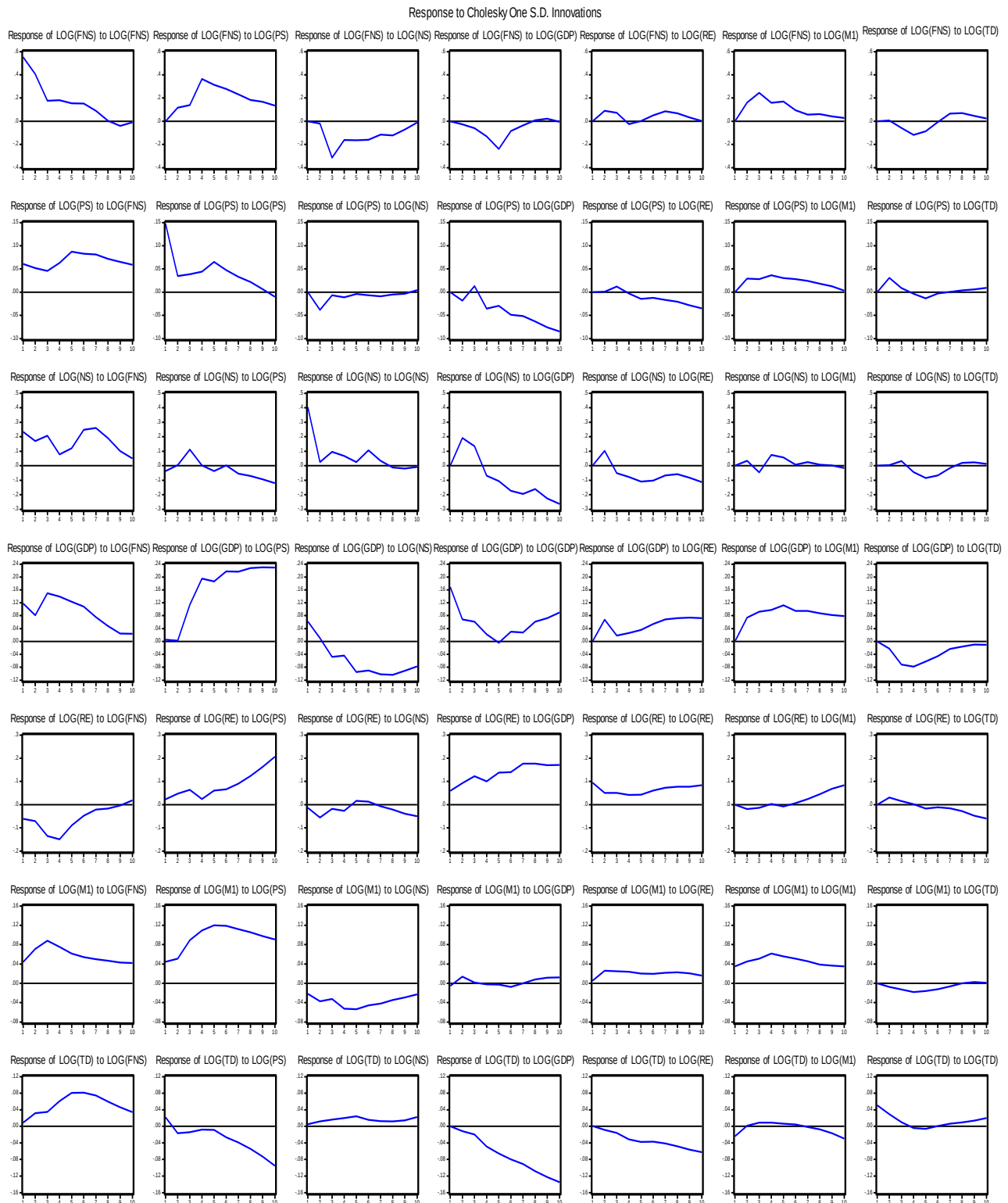
3. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في الناتج المحلي الإجمالي، يؤثر بشكل سلبي في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي خمس سنوات ثم يبدأ بالارتفاع تدريجياً ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

4. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في سعر الصرف الحقيقي، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة متوسطة المعنويّة في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي سبع سنوات ثم يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

5. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في عرض النقد، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة ثقة متوسطة في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي خمس سنوات، حيث يكون التأثير خلالها متقلّباً ما بين الإيجابي والسلبي ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

6. إن حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة ثقة عالية في المرحلة الأولى في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي خمس سنوات ثم يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

7. إن نتائج دالة الاستجابة لردة الفعل هذه تتفق بشكل كبير جداً مع نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيّرات الدراسة جميعها في النموذج الأول.



شكل (29)

دالة الاستجابة لردة الفعل لمتغيرات النموذج الأول

7.1.2.4 نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ (ECM) (Error Correction Model)

تُشير نتائج تقدير اختبار آلية تصحيح الخطأ للنموذج الأوّل الواردة في الجدول (34) إلى وجود علاقة طردية بين التغيّر في حجم تداول أسهم القطاع الصناعي، و سعر السهم السوقي، وسعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي، وعكسية بين التغيّر في الادخار المتاح الصافي، والنتائج المحلي الإجمالي، ويشير اختبار T إلى أن معامل كل من $\Delta \log (PS_{t-1})$, $\Delta \log (NS_{t-1})$, $\Delta \log (GDP_{t-1})$, $\Delta \log (RE_{t-1})$, $\Delta \log (M1_{t-1})$, $\Delta \log (TD_{t-1})$ يختلف عن الصفر بمستوى دلالة 10% بينما تشير نتائج DW إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي. ويتخذ معامل ECM_{t-1} (-0.667) إشارة سالبة ومقبول إحصائياً بمستوى دلالة 5% حيث يقبس (VECM) إحصائياً سرعة التكيف (Speed Of Adjustment) بين الأجل القصير والطويل ويعمل على تصويب الفروقات بين المتغيّرات وذلك من أجل عكس العلاقة في الأجل الطويل والقصير والربط بينهما.

$$0 < ECM_t - 1 < 1 = -0.66$$

$$\Delta Z_t = \alpha + \sum \beta_i \Delta Z_{t-i} + \lambda u_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (8)$$

$$\Delta \log VSI = 0.066 + 0.064 \Delta \log PS_{t-1} - 0.169 \Delta \log NS_{t-1} - 0.115 \Delta \log GDP_{t-1} + 0.031 \Delta \log RE_{t-1} + 0.326 \Delta \log M1_{t-1} + 0.812 \Delta \log TD_{t-1} - 0.667 \Delta \log ECM_{t-1}$$

جاءت نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ للمتجهات منسجمة مع نتائج الاختبارات الأخرى، ممّا عكس طبيعة العلاقة الاقتصادية التي ربطت بين المتغيّرات خلال الفترة القصيرة، والطويلة التي دلّت أيضاً على وجود تفاعلات جديدة بين هذه المتغيّرات، وسرعات متفاوتة للتكيف خلال فترة زمنية مناسبة، وأظهرت النتائج أنّ متغيّر (ps) سعر السهم السوقي (متغيّر داخل السوق)، قد فسّر وجود علاقة قوية، وموجبة وأثر بشكل معنوي في متغيّر حجم التداول لأسهم القطاع الصناعي، الأمر الذي سيساعد على زيادة معدلات الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي في الفترة الزمنية القصيرة، كما فسّر كلاً من متغيّر سعر الصرف الحقيقي، وعرض النقد، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي طبيعة العلاقة الاقتصادية الإيجابية، حيث لعبت هذه المتغيّرات دوراً إيجابياً في زيادة معدلات حجم التداول عبر الزمن، على عكس العلاقة الاقتصادية التي فسّر لها نموذج تصحيح الأخطاء، مع كل من متغيّر الادخار المتاح الصافي، والنتائج

المحلي الإجمالي التي جاء تأثيرهما سلبياً ويعكس علاقة ضعيفة وغير قوية في زيادة فرص الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي، وزيادة حجم التداول عبر الزمن. وبمقارنة النتائج السابقة مع نتائج (OLS) للنموذج الأول نجد أن قيمة (T) و (R^2) و (F) تُشير إلى معنوية النموذج، ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا قيمة، وذلك بسبب أن قيمة DW قد كانت منخفضة وتدلّ على وجود مشكلة الترابط الذاتي، كما جاءت احتمالية الأخطاء الإحصائية أكبر من 10% وبذلك تُعدّ النتائج غير مقبولة إحصائياً في قيمة (T) و (R^2) و (F)، أنظر الملحق رقم (1). ممّا يُشير إلى مشكلة الإنحدار الزائف (Spurious Regression)، وهذا يتفق مع نتائج اختبار (ADF) القائلة بعدم استقرار السلاسل الزمنية عند مستوياتها الأولى (Lim And Macaleer, 2001).

جدول (34)

Error Correction Model For the Firest Model
 $\Delta \text{Log (VSI) independent variable}$

المتغيرات المستقلة	Coefficient	T- Statistic
$\Delta \text{Log (PS}_{t-1})$	0.064	1.250
$\Delta \text{Log (PS}_{t-2})$	0.135	0.950
$\Delta \text{Log (PS}_{t-3})$	0.126	0.984
$\Delta \text{Log (NS}_{t-1})$	-0.169	-1.153
$\Delta \text{Log (NS}_{t-2})$	-0.113	-1.119
$\Delta \text{Log (NS}_{t-3})$	-0.053	-0.796
$\Delta \text{Log (GDP}_{t-1})$	-0.115	-1.121
$\Delta \text{Log (GDP}_{t-2})$	-0.103	-1.101
$\Delta \text{Log (GDP}_{t-3})$	-0.045	-0.943
$\Delta \text{Log (RE}_{t-1})$	0.031	0.562
$\Delta \text{Log (RE}_{t-2})$	0.022	0.943
$\Delta \text{Log (RE}_{t-3})$	0.252	0.432
$\Delta \text{Log (M1}_{t-1})$	0.326	0.300
$\Delta \text{Log (M1}_{t-1})$	0.422	0.321
$\Delta \text{Log (M1}_{t-1})$	0.453	0.291
$\Delta \text{Log (TD}_{t-1})$	0.812	1.063
$\Delta \text{Log (TD}_{t-1})$	0.083	1.071
$\Delta \text{Log (TD}_{t-1})$	0.095	0.987
ECM _{t-1}	-0.667	-0.730
Constant	0.066	1.84
DW: 1.88	-	-

Δ : تشير إلى معدل التغير

$$0 < \text{ECMt} - 1 < 1 = -0.66$$

2.2.4 تقدير وتحليل النموذج القياسي المقترح الثاني (عدد أسهم قطاع الصناعة، NSI)

Estimation Results the Second Econometric Model:

بعد أن تمّ استعراض نتائج تقدير النموذج الأوّل سيتم إجراء طرق التحليل القياسي، ونتائج اختبارات الرزمة الاحصائية (RATS)، على النموذج الثاني الذي يُمثّل فيه عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة، في السوق الأوّلية والثانويّة (NSI) كمتغيّر تابع، ويُمثّل حجم الطلب على الاستثمار، في أسهم القطاع الصناعي في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)، كما يُمثّل كل من المتغيّرات (سعر السهم السوقي، والادخار المتاح الصافي، والنتائج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي)، متغيّرات مستقلة في النموذج، حيث سيتمّ عند إجراء التحليل ومناقشة النتائج، بيان مدى تأثر الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي، بالمتغيّرات الاقتصادية المقترحة، والتي تمثّل جميعها متغيّرات اقتصادية كلية خارج نطاق سوق الأسهم باستثناء متغيّر اقتصادي واحد، وهو سعر السهم السوقي لقطاع الصناعة. الشكل الدالي للنموذج الثاني:

$$\text{LOG NSI} = \text{LOG F (PS, NS, GDP, RE, M1, TD)} \dots\dots\dots (2)$$

ولغايات تقدير النموذج فقط تمّ تحويل الشكل الدالي (2) إلى الشكل اللوغارتمي كما هو موضح في المعادلة الآتية:

الشكل الخطي اللوغارتمي للنموذج الثاني:

$$\text{LOG NSI} = A_0 + A_1 \text{ LOG PS} + A_2 \text{ LOG NS} + A_3 \text{ LOG GDP} + A_4 \text{ LOG RE} + A_5 \text{ LOG M1} + A_6 \text{ LOG TD} + u_t$$

1.2.2.4 نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the lag length)

تم الاعتماد على اختباري أكايك (AIC) وشيوارتز (SBC) لإيجاد العدد الأمثل لفترات لتباطؤ (Lags)، حيث تظهر نتائج اختبار هاتين الطريقتين أو المعيارين كما في الجدول (35).

ولتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ يتم اختيار أقل قيمة لكل من (AIC) و (SBC) التي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل، وبعد تطبيق هذين المعيارين نلاحظ أدنى قيمة لأكايك وشيوارتز هي عند فترات تباطؤ زمني تساوي (1)، ولدى تطبيق هذا

العدد الأمثل من فترات التباطؤ الزمني على الاختبارات الاحصائية تبين وجود دلالة احصائية لهذه الاختبارات، وتمّ الحصول على نتائج معنوية.

جدول (35)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني

VAR Lag Order Selection Criteria		
LAG	AIC	SC
0	-89.987	-88.769
1	-99.849	-89.695
2	-95.497	88.910
3	-91.471	-89.101
4	-90.657	-89.011
5	-88.876	-88.169
6	-88.593	-77.529
* indicates lag order selected by the criterion		
AIC: Akaike information criterion		
SC: Schwarz information criterion		

2.2.2.4 نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF (Stationarity Test)

يستخدم في هذا الاختبار جميع المتغيرات التي استخدمت في النموذج الأول، كمتغيرات مستقلة (PS, NS, GDP, RE, M1, TD) مع إضافة متغير عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة. وبتطبيق اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) فقد تمّ الحصول على النتائج الواردة في الجدول (36).

جدول (36)

نتائج اختبار ديكي - فولر (ADF) لجذر الوحدة

Variable	Level					First difference				
	ADF	MAC	Lags	AIC	Results	ADF	MAC	Lags	AIC	Result
LagNSI	2.00	2.96	2	1.88	NON(S)	4.405	2.97	1	1.98	(ST)
LagPS	0.09	2.96	1	0.12	NON(S)	4.34	2.97	1	0.13	(ST)
LagNS	1.76	2.96	1	1.63	NON(S)	6.48	2.97	1	1.70	(ST)
LagGDP	1.02	2.97	1	0.94	NON(S)	7.64	2.97	0	0.97	(ST)
LagRE	1.20	2.96	1	0.90	NON(S)	4.55	2.97	1	0.82	(ST)
LagM1	1.07	2.96	1	2.00	NON(S)	3.38	2.97	1	2.27	(ST)
LagTD	2.50	2.96	1	2.15	NON(S)	3.89	2.97	1	2.09	(ST)

أشارت نتائج اختبار ADF الواردة في الجدول (36) إلى أنّ المتغيّرات جميعها غير مستقرّة عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية عند المستويات جميعها، وعدد فترات تباطؤ يساوي (1) اعتماداً على معيار (Akiak) كما كانت قيم (DW) و (F) جميعها ليست بالمستوى الإحصائي المقبول، وبعد ذلك تم إجراء اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفرق الأوّل (-First-difference)، وعند العدد نفسه من فترات التباطؤ، تبين أنّ المتغيّرات جميعها قد استقرّت عند مستوى معنوية (5%) كما أظهرت النتائج بأنّ قيم (F) المحسوبة و (DW) جميعها كانت مقبولة إحصائياً، وبما أنّ المتغيّرات جميعها كانت مستقرّة عند الفرق الأوّل فهذا يعني أنّها متكاملة (cointegration) من الدرجة الأولى (1).I

3.2.2.4 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Cointegration Test)

إذا كانت متغيّرات السلسلة الزمنية غير مستقرّة بمستوياتها ومستقرّة عند الفرق الأوّل، فإنّ ذلك يعني أنّها متكاملة من الدرجة الأولى (1).1. عندها فإنه يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك الذي اقترحه جوهانسن، وتشير نتائج اختبار جوهانسن الواردة في الجدول (37) إلى رفض الفرضيّة الصفرية القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى دلالة 5%، كذلك رفض فرضيّة وجود متجه واحد على الأكثر، ومتجهين على الأكثر ممّا يدل على وجود ثلاثة متجهات للتكامل المشترك، وذلك حسب (Trace statistic) بينما نسبة الاحتمالية العظمى (MLR) قبلت الفرضيّة الصفرية. وعندها يمكن قبول الفرضيّة البديلة بأنّ المتغيّرات متكاملة. الأمر الذي يؤكّد وجود علاقة توازن في المدى الطويل بين المتغيّرات الداخلة في النموذج. وتشير هذه النتيجة إلى وجود علاقة سببية بين هذه المتغيّرات، ويمكن كتابة المتجه التكاملي الأوّل الذي تمّ الحصول عليه على الشكل التالي:

$$\text{Log NSI} = 4.073\text{Log(PS)} - 2.099\text{Log(NS)} + 3.555\text{Log(GDP)} + 0.898\text{Log(RE)} - 5.390\text{Log(M1)} + 4.7361\text{Log(TD)}$$

تبين نتائج المتجه التكاملي أنّ معدل نمو عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة (NSI) يتأثر بمعدل نمو سعر الصرف الحقيقي (RE) وبمعدل نمو إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي (TD) وبمعدل نمو سعر السهم (PS) وبمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) إيجابياً، كما يظهر من إشارة معاملات المتجه، ويتأثر أيضاً بمعدل نمو

الإدخار المتاح الصافي (NS) وبمعدل عرض النقد (M1) سلبياً، وهذا ينسجم مع النظرية الاقتصادية، وبمقارنة النتائج السابقة مع نتائج (OLS) نجد أنّ قيم (T) و (R^2) و (F) تُشير إلى معنويّة النموذج ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا قيمة، كذلك نتائج DW منخفضة وتدل على وجود مشكلة الترابط الذاتي مما يشير إلى أننا أمام مشكلة (Spurious Regression) وهذا يتفق مع نتائج اختبار (ADF) القائلة بعدم استقرار السلاسل الزمنية المستخدمة بمستوياتها (Gujarati, Damonarn 1995).

أيضاً أنّ حصولنا هنا على ثلاثة متجهات للتكامل المشترك في النموذج القياسي الثاني المستخدم لتحديد الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي، باستخدام متغيّر عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة كمتغيّر تابع، يجعل من عمليّة تفسير النتائج عملية صعبة ومعقّدة، فإذا نظرنا إلى نتائج المتجه الثاني للتكامل المشترك في النموذج الثاني، والتي تدل هذه النتائج على أنّ المتغيّرات جميعها لم تأخذ الاشارات المتوقعة، وقارنا هذه النتائج بتلك التي حصلنا عليها باستخدام طريقة (OLS) نجد أنّ النتائج مختلفة عن بعضها في الطريقتين، ممّا يؤكّد ضرورة عدم اللجوء إلى الطرق التحليليّة الاحصائيّة التقليديّة، في حالة كانت السلاسل الزمنية تعاني من مشكلة عدم الاستقرار (Lim and macaleer, 2001)، لكن في حالة الحصول على متجه واحد للتكامل المشترك (Cointegrating Vector) عندها نستطيع تفسير هذا المتجه على أنّه دليل على وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيّرات الداخلة في النموذج وتفسر المعاملات على أنّها مرونة المدى الطويل، أمّا في حالة الحصول على أكثر من متجه للتكامل المشترك (Multiple Cointegrating Vector) كما هو الحال الآن، فإنّ تفسيرها ليس بالأمر السهل أو المباشر ولذلك يتم اللجوء إلى التحليل قصير الأجل، وبحسب قاعدة جرينجر فإنّ وجود علاقة في الأجل الطويل تعني وجود علاقة في الأجل القصير (شوتروالريموني، 2000)، وبخلاف ذلك فإنّ المتغيّرات ستتحرك باتجاهات مختلفة، ولا ضمانة لوجود توازن فيما بينها.

جدول (37)

نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalu	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.86333	187.5305	125.6154	0
At most 1 *	0.818285	131.8054	95.75366	0
At most 2 *	0.730737	84.05648	69.81889	0.0024
At most 3	0.528083	47.31865	47.85613	0.0561
At most 4	0.496991	26.29198	29.79707	0.1202
At most 5	0.21792	7.051872	15.49471	0.5716
At most 6	0.006037	0.169536	3.841466	0.6805

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalu	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.86333	55.72519	46.23142	0.0037
At most 1 *	0.818285	47.74889	40.07757	0.0057
At most 2	0.730737	36.73782	33.87687	0.0221
At most 3	0.528083	21.02668	27.58434	0.2746
At most 4	0.496991	19.2401	21.13162	0.0901
At most 5	0.21792	6.882336	14.2646	0.5031
At most 6	0.006037	0.169536	3.841466	0.6805

Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

1 Cointegrating

Equation(s): Log likelihood 123.2039

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LOG(NSI)	LOG(PS)	LOG(NS)	LOG(GDP)	LOG(RE)	LOG(M1)	LOG(TD)
1.000000	-4.73626	2.099903	-3.555138	-0.89834	5.390967	-4.073526
	0.46696	0.20519	1.12091	0.39122	1.00641	0.95357

4.2.2.4 نتائج اختبار (Granger) للسببية

يُبين الجدول (38) نتائج اختبار السببية بين عدد الأسهم المتداولة للقطاع الصناعي الأردني، وكل من سعر السهم السوقي، والادخار المحلي الصافي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، حيث تُشير نتائج اختبار السببية الواردة في الجدول (38)، إلى أنّ هنالك علاقة سببية تبادلية موجبة بين كلٍّ من متغيّر (NSI) والمتغيّرات (PS, RE)، وعلاقة تبادلية سالبة مع المتغيّرات (M1, NS) وعلاقة موجبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّرات (GDP, TD). كما تُشير نتائج اختبار السببية الواردة في الجدول (39) إلى

أنّ هنالك علاقة موجبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّر التابع (NSI)، وسالبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّر (VSI). كما تشير أيضاً نتائج اختبار السببية الواردة في الجدول (40) إلى وجود مجموعة من العلاقات السببية وغير السببية أحادية وتبادلية الاتجاه بين المتغيرات المستقلة.

جدول (38)

نتائج اختبار Granger للسببية للمتغيّر التابع (NSI) مع المتغيرات المستقلة

Relation اتجاه العلاقة	F-Ststistic	F- Tabletes	Probablity	Lags	Results	Relation Result
PS → NSI	2.59	2.55	0.43	1	Cause	تبادلية
NSI → PS	2.73	2.55	0.11	1	Cause	تبادلية
NS → NSI	1.75	2.55	0.92	1	No Cause	تبادلية
NSI → NS	1.63	2.55	0.95	1	No Cause	تبادلية
GDP → NSI	3.00	2.55	0.09	1	Cause	أحادية
NSI → GDP	1.29	2.55	0.94	1	No Cause	أحادية
RE → NSI	2.61	2.55	0.48	1	Cause	تبادلية
NSI → RE	6.29	2.55	0.01	1	Cause	تبادلية
M1 → NSI	2.35	2.55	0.58	1	No Cause	تبادلية
NSI → M1	1.58	2.55	0.69	1	No Cause	تبادلية
TD → NSI	2.78	2.55	0.47	1	Cause	أحادية
NSI → TD	1.25	2.55	0.69	1	No Cause	أحادية

ويمكن كتابة النتائج على النحو التالي:

العلاقة الأحادية	العلاقة التبادلية السالبة	العلاقة التبادلية الموجبة
GDP → NSI	NS ↔ NSI	PS ↔ NSI
TD → NSI	M1 ↔ NSI	RE ↔ NSI

* → اتجاه السببية

جدول (39)

نتائج اختبار Granger للسببية للمتغيرين التابعين (VSI .NSI)

اتجاه العلاقة Relation	F-Ststistic	F -Tabletes	Probablity	Lags	Results	Relation Result
VSI → NSI	1.02	2.55	0.59	1	No Cause	أحادية
NSI → VSI	3.03	2.55	0.09	1	Cause	أحادية

العلاقة الأحادية

NSI → VSI

جدول (40)

نتائج اختبار Granger للسببية للمتغيرات المستقلة بعضها مع البعض الآخر

اتجاه العلاقة Relation	F-Ststistic	F Tabletes	Probablity	Lags	Results	Relation Result
NS → PS	2.66	2.55	0.48	1	Cause	تبادلية
GDP → PS	2.81	2.55	0.34	1	Cause	تبادلية
RE → PS	2.71	2.55	0.47	1	Cause	أحادي
M1 → PS	3.14	2.55	0.08	1	Cause	أحادي
TD → PS	2.02	2.55	0.88	1	Cause	أحادي
PS → NS	4.00	2.55	0.05	1	Cause	تبادلية
GDP → NS	2.90	2.55	0.10	1	Cause	أحادي
RE → NS	3.53	2.55	0.07	1	Cause	أحادي
M1 → NS	3.11	2.55	0.15	1	Cause	تبادلية
TD → NS	3.07	2.55	0.09	1	Cause	تبادلية
PS → GDP	3.02	2.55	0.17	1	Cause	تبادلية
NS → GDP	2.01	2.55	0.58	1	Cause	أحادي
RE → GDP	2.76	2.55	0.10	1	Cause	تبادلية
M1 → GDP	3.99	2.55	0.05	1	Cause	أحادي
TD → GDP	2.97	2.55	0.15	1	Cause	أحادي
PS → RE	2.40	2.55	0.74	1	No Cause	أحادي
NS → RE	1.98	2.55	0.52	1	No Cause	أحادي
GDP → RE	2.90	2.55	0.37	1	Cause	تبادلية
M1 → RE	2.86	2.55	0.16	1	Cause	تبادلية
TD → RE	1.22	2.55	0.65	1	No Cause	أحادي
PS → M1	2.20	2.55	0.80	1	No Cause	أحادي
NS → M1	2.75	2.55	0.45	1	Cause	تبادلية
GDP → M1	1.34	2.55	0.98	1	No Cause	أحادي
RE → M1	3.11	2.55	0.29	1	Cause	تبادلية
Td → M1	2.69	2.55	0.23	1	Cause	تبادلية
Ps → TD	4.47	2.55	0.04	1	Cause	أحادي
NS → TD	2.77	2.55	0.21	1	Cause	تبادلية
GDP → TD	1.82	2.55	0.97	1	No Cause	أحادي
RE → TD	22.05	2.55	0.16	1	Cause	تبادلية
M1 → TD	2.59	2.55	0.31	1	Cause	تبادلية

التحليل الديناميكي قصير الأجل (النموذج الثاني)

5.2.2.4 نتائج اختبار تحليل مكوّنات التباين (Variance Decomposition)

يهدف هذا الاختبار إلى معرفة مقدار التباين في التنبؤ لعدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في عدد تلك الأسهم، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيّرات التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR). حيث تمّ إجراء اختبار تحليل النموذج الثاني وكانت النتائج على النحو الآتي :-

1. عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة (NSI).

تبين نتائج تحليل مكوّنات التباين لمتغيّرات الدراسة، أنّ القوة التفسيرية لهذه المتغيّرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة. ويظهر من الجدول (41) أنّ (100%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة في الفترة الأولى يُعزى للمتغيّر نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر فترات إلى (31.75%).

جدول (41)

Variance Decomposition Of Log (NSI)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	100	0	0	0	0	0	0
2	77.49563	0.1021354	4.1219540	8.964542	0.726112	7.964715	0.624902
3	53.64081	1.8234018	17.594609	14.12737	0.607204	11.79559	0.411008
4	42.95819	2.2922199	18.078821	24.88283	0.487987	10.76079	0.539156
5	38.44350	3.1997138	17.116333	30.08599	0.421068	10.27553	0.457854
6	35.90402	2.9266684	17.913093	32.46518	0.707579	9.589908	0.493535
7	34.18598	2.725785	18.553946	33.6269	0.932499	9.058525	0.916296
8	32.80514	2.5997853	19.117079	34.2970	1.043335	8.966961	1.17063
9	32.01322	2.533926	19.229843	34.8893	1.033363	8.988035	1.312273
10	31.75855	2.5183178	18.961545	35.4395	1.02242	8.975731	1.323894

2. سعر السهم السوقي (PS).

يُبين جدول (42) أنّ سعر السهم السوقي يُفسّر (90.30%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداول لقطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (7.66%) بعد مرور عشر فترات زمنية. وتشير هذه النتائج إلى أنّ مكوّنات التباين لعدد الأسهم المتداول لقطاع الصناعة يتأثر بشكل كبير بمتغيّر سعر السهم السوقي في

الفترة الأولى، وهذا يدعم فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين المتغيّرين. ويدعم هذه النتيجة النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببية الذي يُبين أنّ سعر السهم السوقي يؤثّر في عدد الأسهم المتداول لقطاع الصناعة وبشكل تبادلي، على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (42)

Variance Decomposition Of Log (PS)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	9.69184	90.30815	0	0	0	0	0
2	21.0472	64.0479	1.217317	0.134879	2.13915	10.78597	0.627489
3	19.7146	42.95264	6.442993	11.43003	1.282802	14.97974	3.197101
4	19.8968	27.42756	7.877704	24.30586	0.814004	14.79797	4.880058
5	20.7095	19.46745	9.357375	31.75121	0.566585	13.72829	4.419521
6	20.5468	14.71062	12.11630	35.61405	0.875236	12.48091	3.656042
7	18.9642	11.75845	15.51408	38.09344	1.121848	11.65606	2.89188
8	16.7160	9.752141	18.56106	39.93215	1.51847	11.15146	2.368674
9	14.7947	8.454265	20.65455	41.55314	1.717126	10.77896	2.047155
10	13.3963	7.663143	21.83040	42.94284	1.932526	10.42256	1.812127

3. الادخار المتاح الصافي (NS).

تشير نتائج التحليل إلى أنّ مكوّنات التباين لحصة الادّخار المتاح الصافي في عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة قد كان متوسطاً في الفترة الأولى، حيث يظهر الجدول (43) أنّ حوالي (31.3%) من الأخطاء في التنبؤ في تباين حصة عدد الأسهم المتداول لقطاع الصناعة تعود للمتغيّر نفسه، إلّا أنّ هذه النسبة قد انخفضت بشكل كبير بعد عشر فترات زمنية لتصل إلى (10.36%) لتشير إلى ضعف العلاقة التفسيرية بين المتغيّرين على المدى الطويل.

أمّا فيما يتعلّق بحصة الادخار المتاح الصافي، فقد أظهر الجدول (43) أنّ حوالي (43.34%) من الأخطاء في التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة، يُعزى للادخار المتاح الصافي في الفترة الأولى، إلّا أنّ هذه النسبة ستتناقص إلى أنّ تصل إلى (19.51%) بعد عشر فترات زمنية حيث تُشير النتائج إلى أنّ مكوّنات التباين لعدد الأسهم تتأثّر بشكل ضعيف بدءاً من الفترة الأولى بالادخار المتاح الصافي، وهذا

يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في اختبار السببية، بوجود علاقة تبادلية سالبة الاتجاه من قبل المتغيرين.

جدول (43)

Variance Decomposition Of Log (NS)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	31.3934	25.2658	43.3406	0	0	0	0
2	21.1390	27.0796	49.8522	0.0744	1.35566	0.36377	0.13489
3	20.3303	32.4055	40.2734	4.6599	1.569371	0.53988	0.22153
4	19.8989	29.4437	39.1489	4.3521	3.542858	2.84180	0.77149
5	19.4769	26.7930	38.3042	3.9427	5.704448	3.44754	2.3310
6	25.1134	22.0453	36.8199	3.4641	6.362023	2.83407	3.36104
7	31.8777	18.7996	33.6962	3.0562	6.515252	2.53439	3.52044
8	35.1579	17.8405	31.5900	2.8404	6.547469	2.51057	3.51300
9	35.9528	18.3537	30.2760	2.6813	6.889095	2.42809	3.41872
10	10.3612	21.7407	19.5192	10.5416	10.219703	4.29781	5.31966

4. الناتج المحلي والإجمالي (GDP).

تُشير نتائج تحليل مكونات التباين إلى أنّ متغيّر الناتج المحلي الإجمالي يُفسّر (81.22%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة في الفترة الأولى كما يظهر من الجدول (44)، لتعود هذه القيمة لتتخفّف إلى (32.02%) بعد عشر فترات زمنية كما يظهر من الجدول فإنّ (15.86%) من خطأ التنبؤ يُعزى لمتغيّر عدد الأسهم، لترتفع قيمة خطأ التنبؤ إلى (47.81%) بعد عشر فترات زمنية، وهذا يدعم النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببية بوجود علاقة أحادية موجبة الاتجاه من قبل متغيّر الناتج المحلي الإجمالي مع عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة.

جدول (44)

Variance Decomposition Of Log (GDP)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	15.8689	0.57194	2.32987	81.2292	0	0	0
2	19.9189	0.74933	5.13916	68.2495	0.335204	2.685726	2.922084
3	26.1071	1.07374	4.84354	60.3693	0.428102	4.706297	2.471799
4	31.3372	1.00065	3.96618	54.0263	1.240758	6.404816	2.024005
5	35.5731	0.80611	3.19343	49.7439	1.537699	6.949675	2.195982
6	39.6932	0.99029	2.96124	45.4270	2.380822	6.61807	1.929178
7	43.6303	1.23496	2.97692	41.3288	2.720968	6.263343	1.844597
8	45.949	2.03696	3.23354	37.8989	3.305349	5.902184	1.673281
9	47.1207	3.13365	3.87881	34.9360	3.868732	5.499735	1.562216
10	46.8148	4.77739	5.24082	32.0232	4.661082	5.047267	1.435408

5. سعر الصرف الحقيقي (RE).

يُبيّن جدول (45) أنّ سعر الصرف الحقيقي يُفسّر (75.85%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (11.51%) بعد مرور عشر فترات زمنية. وتُشير هذه النتائج إلى أنّ مكوّنات التباين لعدد الأسهم يتأثّر بشكل كبير بمتغيّر سعر الصرف الحقيقي، وهذا يدعم فرضيّة الدّراسة القائلة بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية تدل على زيادة معدلات الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي. ويدعم هذه النتيجة النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببيّة، الذي يُبيّن أنّ سعر الصرف الحقيقي يؤثر في عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة، وبشكل تبادلي على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (45)

Variance Decomposition Of Log (RE)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	3.32370	0.464501	19.43251	0.92297	75.8563	0	0
2	16.7362	2.907025	41.58751	5.24077	25.9774	1.13997	6.41104
3	27.2016	2.589536	38.04052	5.07994	21.7236	0.67573	4.688946
4	38.0293	2.729838	33.11193	3.71105	17.0310	0.48635	4.900438
5	38.9834	6.341421	30.15344	3.43546	16.5811	0.41280	4.092226
6	36.9823	10.37431	28.90000	3.69558	15.8543	0.36746	3.825898
7	32.3895	14.91503	28.75301	4.68364	15.3652	0.65231	3.241164
8	28.0625	17.49112	29.42423	6.68352	14.2211	1.36153	2.755889
9	23.3945	18.75984	29.72561	10.2771	12.9324	2.49004	2.420303
10	19.2310	18.77361	29.97987	14.7609	11.5100	3.63088	2.113548

6. عرض النقد (M1).

تشير نتائج تحليل مكونات التباين إلى أنّ متغيّر عرض النقد يُفسّر (27.67%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداول لقطاع الصناعة في الفترة الأولى، كما يظهر من الجدول (46)، لتعود هذه القيمة لتتخفّف إلى (11.28%) بعد عشر فترات زمنيّة. وكما يظهر من الجدول فإنّ (34.72%)، من خطأ التنبؤ يُعزى لمتغيّر عدد الأسهم، لتتخفّف قيمة خطأ التنبؤ إلى (24.55%) بعد عشر فترات زمنيّة، وهذا يدعم النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببيّة بوجود علاقة سالبة تبادليّة الاتجاه بين المتغيّرين، وتنسجم هذه النتيجة مع فرضيّة الدّراسة، القائلة بأنّه يوجد علاقة عكسيّة ضعيفة ذات دلالة احصائيّة بين متغيّر عرض النقد والطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة.

جدول (46)

Variance Decomposition Of Log (M1)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	34.72218	0.02858	7.33294	30.0143	0.225176	27.6768	0
2	39.10043	2.51839	14.3024	22.2237	0.826688	20.5808	0.447404
3	39.33304	1.81922	11.9392	30.1627	0.512156	15.58991	0.643605
4	33.75906	1.11191	13.4296	35.6547	0.376722	14.89566	0.772336
5	29.66990	0.79709	14.7856	40.0178	0.3326	13.70935	0.687535
6	27.81156	0.62662	14.9253	42.9889	0.329395	12.74171	0.576335
7	26.56178	0.52781	15.2940	44.6157	0.373293	12.1433	0.484048
8	25.58523	0.47564	15.7144	45.6801	0.427709	11.67722	0.439565
9	24.92169	0.44454	15.8421	46.5180	0.441325	11.40944	0.422805
10	24.55966	0.42936	15.7312	47.1553	0.428143	11.2874	0.408828

7. إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي (TD).

يُبيّن جدول (47) أنّ إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي يُفسّر (64.08%) من خطأ التنبؤ في تباين عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة، إلّا أنّ هذه النسبة تستمر بالانخفاض لتصل إلى (3.63%) بعد مرور عشر فترات زمنية. وتُشير هذه النتائج إلى أنّ مكوّنات التباين لعدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة تتأثّر بشكل كبير بعلاقة موجبة بمتغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والإجمالي في الفترة الأولى وهذه النتيجة لم تدعم فرضيّة الدّراسة القائلة بوجود علاقة عكسيّة ذات دلالة احصائيّة بين إجمالي حجم الإنفاق والطلب في الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، كما أنّ هذه النتيجة قد دعمت النتائج التي تمّ الحصول عليها في اختبار السببيّة الذي يُبيّن أنّ حجم الإنفاق المحلي والإجمالي يسبب حجم تداول أسهم قطاع الصناعة بعلاقة موجبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّر (TD) على الرغم من أنّ هذه العلاقة ستضعف في المدى الطويل.

جدول (47)

Variance Decomposition Of Log (TD)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	3.39139	0.240489	0.018195	14.6607	1.317007	16.2822	64.0899
2	20.7762	0.139107	5.432722	11.9682	3.890875	9.394114	48.3987
3	26.6311	0.195742	15.54087	9.82540	6.000417	8.989532	32.8166
4	30.4136	0.791701	24.66433	5.82421	13.06367	5.850027	19.3923
5	36.6359	1.243112	29.41960	3.30365	13.48955	3.399269	12.5088
6	39.7737	2.633856	30.26922	2.49400	13.75161	2.257307	8.82025
7	40.6429	4.372292	30.31535	2.59815	13.40442	1.695506	6.97133
8	37.9905	7.451342	30.67496	3.42329	13.48939	1.3995	5.57097
9	33.6454	10.70358	31.44905	4.94555	13.34566	1.366877	4.54382
10	28.3929	13.51852	32.43888	7.34727	12.94164	1.726698	3.63402

مصادقية النتائج (Cholaski Decomposition)

للتأكد من مصداقية النتائج ودعمها. تم هنا إعادة ترتيب المتغيرات، (PS, NS, GDP, RE, M1, TD) وتم الحصول على نتائج تحليل مكونات التباين، في الجداول (54,53,52,51,50,49,48) على التوالي، حيث اتضح أن نتائج التحليل لم تتغير كثيراً بعد إعادة الترتيب، وما زالت المتغيرات تشرح الجزء الأكبر من مكونات التباين لمتغير عدد الأسهم لقطاع الصناعة الأردني وتم الحصول على النتائج التالية:

1. تحليل مكونات التباين لمتغير إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي بعد إعادة الترتيب

جدول (48)

Variance Decomposition Of Log (TD)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	3.391397	0.240489	0.018195	14.66075	1.317007	16.2822	64.089
2	20.77623	0.139107	5.432722	11.96821	3.890875	9.394114	48.3987
3	26.63113	0.195742	15.54087	9.825405	6.000417	8.989532	32.816
4	30.41365	0.791701	24.66433	5.824219	13.06367	5.850027	19.392
5	36.63595	1.243112	29.41960	3.303656	13.48955	3.399269	12.508
6	39.77374	2.633850	30.26922	2.494005	13.75161	2.257307	8.8202
7	40.64293	4.372292	30.31535	2.598158	13.40442	1.695506	6.9713
8	37.99053	7.451342	30.67496	3.423296	13.48939	1.3995	5.5709
9	33.64545	10.70358	31.44905	4.945551	13.34566	1.366877	4.5438
10	28.39295	13.51852	32.43888	7.347274	12.94164	1.726698	3.6340

2. تحليل مكونات التباين لمتغيّر عرض النقود بعد إعادة الترتيب

جدول (49)

Variance Decomposition Of Log (M1)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	34.7221	0.02858	7.332943	30.01431	0.22517	27.6768	0
2	39.1004	2.518393	14.30249	22.22379	0.82668	20.5808	0.447404
3	39.3330	1.819222	11.939283	30.16277	0.51215	15.58991	0.643605
4	33.7590	1.111910	13.42962	35.65474	0.37672	14.89566	0.772336
5	29.6699	0.797093	14.78563	40.01788	0.33265	13.70935	0.687535
6	27.8115	0.626624	14.92537	42.98899	0.32939	12.74171	0.576335
7	26.561	0.527818	15.29402	44.615729	0.37329	12.1433	0.484048
8	25.5852	0.475647	15.71447	45.68014	0.42770	11.67722	0.439565
9	24.921	0.444542	15.84215	46.51803	0.44132	11.40944	0.422805
10	24.5596	0.429362	15.73125	47.15535	0.42814	11.28745	0.408828

3. تحليل مكونات التباين لمتغيّر سعر الصرف الحقيقي بعد إعادة الترتيب

جدول (50)

Variance Decomposition Of Log (RE)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	3.323701	0.464501	19.43251	0.922970	75.85631	0	0
2	16.73620	2.907025	41.58751	5.240778	25.97746	1.139971	6.41104
3	27.20168	2.589536	38.04052	5.079942	21.72362	0.675734	4.688946
4	38.02937	2.729838	33.11193	3.711051	17.03101	0.486353	4.900438
5	38.98347	6.341421	30.15344	3.435467	16.58117	0.412801	4.092226
6	36.98235	10.37431	28.90000	3.695583	15.85438	0.367464	3.825898
7	32.38956	14.91503	28.75301	4.683649	15.36526	0.652312	3.241164
8	28.06258	17.49112	29.42423	6.683523	14.2211	1.361538	2.755889
9	23.39459	18.75984	29.72561	10.27712	12.93246	2.490049	2.420303
10	19.23105	18.77361	29.97987	14.76099	11.51003	3.630889	2.113548

4. تحليل مكونات التباين لمتغير الناتج المحلي الإجمالي بعد إعادة الترتيب

جدول (51)

Variance Decomposition Of Log (GDP)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	15.86893	0.571946	2.329871	81.2292	0	0	0
2	19.91891	0.749333	5.139166	68.2495	0.335204	2.685726	2.92208
3	26.10713	1.073741	4.843546	60.3693	0.428102	4.706297	2.47179
4	31.33720	1.000653	3.966185	54.0263	1.240758	6.404816	2.02400
5	35.57317	0.806111	3.193430	49.7439	1.537699	6.949675	2.19598
6	39.69329	0.990297	2.961242	45.4270	2.380822	6.61807	1.92917
7	43.63032	1.234964	2.976920	41.3288	2.720968	6.263343	1.84459
8	45.94968	2.036969	3.233548	37.8989	3.305349	5.902184	1.67328
9	47.12078	3.133652	3.878812	34.9360	3.868732	5.499735	1.56221
10	46.81480	4.777398	5.240822	32.0234	4.661082	5.047267	1.43540

5. تحليل مكونات التباين لمتغير الادخار المتاح الصافي بعد إعادة الترتيب

جدول (52)

Variance Decomposition Of Log (NS)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	31.39349	25.265829	43.34067	0	0	0	0
2	21.13900	27.07997	49.85228	0.074412	1.35566	0.363775	0.134892
3	20.33030	32.405505	40.27340	4.659997	1.569371	0.539883	0.221538
4	19.89893	29.443792	39.14896	4.352149	3.542858	2.841804	0.771492
5	19.47695	26.793057	38.30425	3.942706	5.704448	3.447542	2.33103
6	25.11343	22.045360	36.81994	3.464110	6.362023	2.834074	3.361049
7	31.87776	18.799622	33.69629	3.056229	6.515252	2.534399	3.520441
8	35.15794	17.84050	31.59006	2.840431	6.547469	2.510579	3.513003
9	35.95286	18.353749	30.27608	2.681380	6.889095	2.428098	3.418726
10	10.36122	21.740742	19.51923	10.54161	10.219703	4.297811	5.319665

6. تحليل مكوّنات التباين لمتغيّر سعر السهم السوقي بعد إعادة الترتيب

جدول (53)

Variance Decomposition Of Log (PS)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	9.691844	90.30815	0	0	0	0	0
2	21.04723	64.0479	1.2173179	0.134879	2.13915	10.78597	0.627489
3	19.71468	42.95264	6.4429933	11.43003	1.282802	14.97974	3.197101
4	19.89682	27.42756	7.8777040	24.30586	0.814004	14.79797	4.880058
5	20.70955	19.46745	9.3573755	31.75121	0.566585	13.72829	4.419521
6	20.54682	14.71062	12.116309	35.61405	0.875236	12.48091	3.656042
7	18.96422	11.75845	15.514085	38.09344	1.121848	11.65606	2.89188
8	16.71602	9.752141	18.561064	39.93215	1.51847	11.15146	2.368674
9	14.79478	8.454265	20.654557	41.55314	1.717126	10.77896	2.047155
10	13.39639	7.663143	21.830409	42.94284	1.932526	10.42256	1.812127

7. تحليل مكوّنات التباين لعدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة بعد إعادة الترتيب

جدول (54)

Variance Decomposition Of Log (NSI)

period	Log (NSI)	Log (PS)	Log (NS)	Log (GDP)	Log (RE)	Log (M1)	Log (TD)
1	100	0	0	0	0	0	0
2	77.4956	0.102135	4.121954	8.964542	0.72611	7.964715	0.624902
3	53.6408	1.823401	17.59460	14.12737	0.60720	11.79559	0.411008
4	42.9581	2.292219	18.07882	24.88283	0.48798	10.76079	0.539156
5	38.4435	3.199713	17.11633	30.08599	0.42106	10.27553	0.457854
6	35.9040	2.926668	17.91309	32.46518	0.70757	9.589908	0.493535
7	34.1859	2.72578	18.55394	33.626967	0.93249	9.058525	0.916296
8	32.8051	2.599785	19.11707	34.297063	1.04333	8.966961	1.17063
9	32.0132	2.533926	19.22984	34.889331	1.03336	8.988035	1.312273
10	31.7585	2.518317	18.96154	35.439533	1.02242	8.975731	1.323894

6.2.2.4 نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function)

يوضّح الشكل (10) نتائج اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل كما يلي:

1. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في سعر السهم السوقي، يؤثر بشكل إيجابي، وبدرجة ثقة عالية في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير حوالي خمس سنوات ثمَّ يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة.

2. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في الادخار المتاح الصافي، يؤثر بشكل سلبي في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، حيث بدأ هذا التأثير متوسطاً في بداية المرحلة واستمر بالانخفاض حتى نهاية الفترة ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

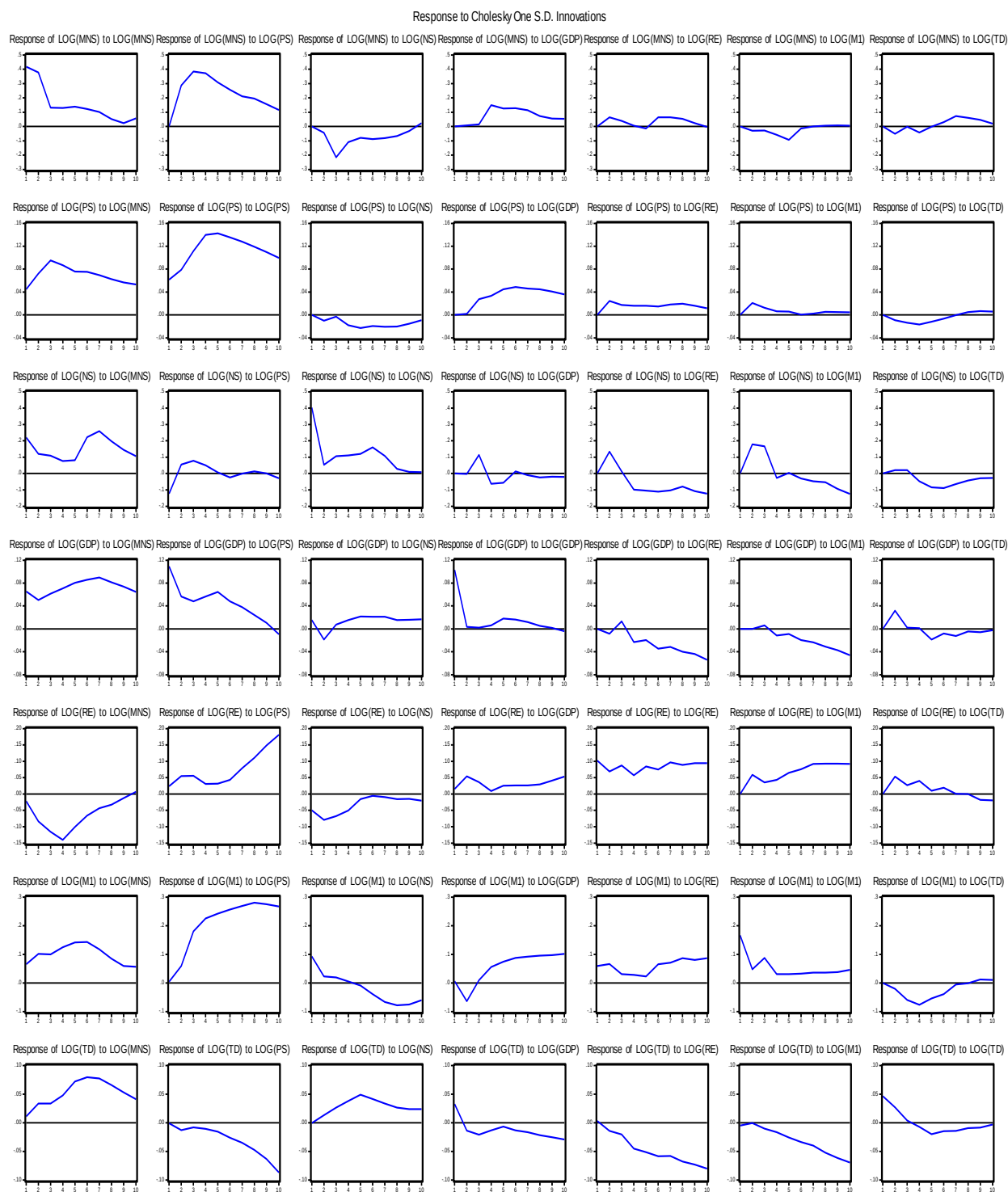
3. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في الناتج المحلي الإجمالي، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة عالية في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي عشر سنوات على الرغم من انخفاض هذا التأثير بشكل بطيء على المدى البعيد تدريجياً ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

4. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في سعر الصرف الحقيقي، يؤثر بشكل إيجابي وبدرجة عالية المعنوية في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، في بداية المرحلة ويستمر هذا التأثير بشكل بطيء لفترة حوالي خمس سنوات ثمَّ يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

5. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في عرض النقد، يؤثر بشكل سلبي وبدرجة غير معنوية في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً ويستمر هذا التأثير حتى نهاية الفترة، ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

6. إنَّ حدوث أيّ تغييرٍ أو صدمة عشوائية مفاجئة في إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، يؤثر بشكل إيجابي ولكن بدرجة ليست عالية في عدد تداول أسهم قطاع الصناعة مباشرةً، ويستمر هذا التأثير لفترة حوالي خمس سنوات ثمَّ يبدأ بالتضاؤل ممّا يدعم فرضيّة الدراسة أيضاً.

7. إنَّ نتائج دالة الاستجابة لردة الفعل هذه تتفق بشكل كبير جداً مع نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيّرات الدراسة جميعها في النموذج الثاني.



شكل (30)

دالة الاستجابة لردة الفعل لمتغيرات النموذج الثاني

7.2.2.4 نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ (ECM) (Error Correction Model)

كما تُشير نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ للنموذج الثاني الواردة في الجدول (55) إلى وجود علاقة طردية بين التغيّر في عدد أسهم القطاع الصناعي المتداولة خلال الفترة (1978-2007)، وسعر السهم السوقي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، وعكسية بين التغيّر في الادخار المتاح الصافي، وعرض النقود، ويشير اختبار T إلى أنّ معامل كل من $\Delta \text{Log} (\text{PSt-1})$, $\Delta \text{Log} (\text{NSt-1})$, $\Delta \text{Log} (\text{GDPT-1})$, $\Delta \text{Log} (\text{REt-1})$, $\Delta \text{Log} (\text{M1t-1})$, $\Delta \text{Log} (\text{TDt-1})$ يختلف عن الصفر بمستوى دلالة 10% بينما تُشير نتائج DW إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي. ويتخذ معامل ECMt-1 (-0.801) إشارة سالبة ومقبول احصائياً بمستوى 5% وهو يُمثّل سرعة التكيف (Speed Of Adjustment) بين الأجل القصير والطويل.

$$0 < \text{ECMt} - 1 < 1 = -0.80$$

$$\Delta Z_t = \alpha + \sum \beta_i \Delta Z_{t-i} + \lambda u_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (9)$$

$$\Delta \log \text{NSI} = 0.066 + 0.424 \Delta \log \text{PS}_{t-1} - 0.101 \Delta \log \text{NS}_{t-1} + 0.032 \Delta \log \text{GDP}_{t-1} + 0.457 \Delta \log \text{RE}_{t-1} - 0.112 \Delta \log \text{M1}_{t-1} + 0.781 \Delta \log \text{TD}_{t-1} - 0.801 \Delta \log \text{ECM}_{t-1}$$

كما جاءت نتائج اختبار آلية تصحيح الخطأ للمتجهات، أيضاً منسجمة مع نتائج الاختبارات الأخرى، ممّا عكس طبيعة العلاقة الاقتصادية التي ربطت بين المتغيّرات خلال الفترة القصيرة، والطويلة والتي دلت أيضاً على وجود تفاعلات جديدة بين هذه المتغيّرات وسرعات متفاوتة للتكيف خلال فترة زمنية مناسبة، وأظهرت النتائج بأنّ متغيّر (ps) سعر السهم السوقي (متغيّر داخل السوق)، ما زال يُفسّر جود علاقة معنويّة وإيجابية مع متغيّر عدد الأسهم المتداولة للقطاع الصناعي، من شأنها العمل على زيادة معدلات الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي في الفترة الزمنية القصيرة، كما فسّر كل من متغيّر سعر السهم السوقي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي طبيعة العلاقة الاقتصادية الإيجابية المعنويّة ودورها في زيادة معدلات عدد الأسهم المتداول عبر الزمن، على عكس العلاقة الاقتصادية التي فسّرها نموذج تصحيح الأخطاء مع كل من متغيّر الادخار المتاح الصافي، وعرض النقد التي تصف وجود علاقة ضعيفة وغير معنويّة في زيادة فرص الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي وزيادة عدد الأسهم المتداولة عبر الزمن. ونلاحظ من خلال نتائج اختبار آلية

تصحيح الخطأ (VECM) بأن كل من المتغيّرات (PS,RE,TD)، قد بقيت ثابتة في تفسير العلاقة الموجبة مع كل من المتغيّرين التابعين (VSI,NSI) خلال تقدير النموذجين، كما بقي متغيّر (NS) ثابتاً في تفسير العلاقة الضعيفة، وقد تناوب كل من متغيّر (GDP) و (M1) في تفسير العلاقة الموجبة والضعيفة خلال تقدير النموذجين عبر الزمن. وبمقارنة النتائج السابقة مع نتائج (OLS) للنموذج الثاني نجد أنّ قيمة (T) و (R²) و (F) تُشير إلى معنويّة النموذج، ولكنها لا تعطي تفسيراً اقتصادياً ذا قيمة أنظر الملحق رقم (1). كذلك كانت نتائج DW منخفضة وتدل على وجود مشكلة الترابط الذاتي مما يُشير إلى مشكلة الإنحدار الزائف (Spurious Regression)، وهذا يتفق مع نتائج اختبار (ADF) القائلة بعدم استقرار السلاسل الزمنية المستخدمة (Lim And Macaleer, 2001).

جدول (55)

Error Correction Model For the Cecond Model
Δ Log (NSI) independent variable

المتغيّرات المستقلة	Coefficient	T- Statistic
Δ Log (PS _{t-1})	0.424	0.342
Δ Log (PS _{t-2})	0.376	0.201
Δ Log (PS _{t-3})	0.302	0.211
Δ Log (NS _{t-1})	-0.101	-0.665
Δ Log (NS _{t-2})	-0.055	-0.539
Δ Log (NS _{t-3})	-0.052	-0.490
Δ Log (GDP _{t-1})	0.032	0.692
Δ Log (GDP _{t-2})	0.929	0.510
Δ Log (GDP _{t-3})	0.891	0.887
Δ Log (RE _{t-1})	0.457	1.021
Δ Log (RE _{t-2})	0.351	1.003
Δ Log (RE _{t-3})	0.301	0.984
Δ Log (M1 _{t-1})	-0.112	-1.540
Δ Log (M1 _{t-1})	-0.013	-1.219
Δ Log (M1 _{t-1})	-0.900	-1.001
Δ Log (TD _{t-1})	0.781	1.241
Δ Log (TD _{t-1})	0.612	1.110
Δ Log (TD _{t-1})	0.110	1.054
ECM _{t-1}	-0.801	-2.73
Constant	1.567	2.54
DW: 1.96	-	-

Δ: تشير إلى معدل التغيّر

$$0 < ECM_t - 1 < 1 = -0.80$$

الفصل الرابع

المبحث الثالث: الاستنتاجات، النتائج، المقترحات، الخاتمة

1.3.4 الاستنتاجات

حاولت الدّراسة الحالية من خلال النماذج القياسيّة المقترحة، قياس واختبار أثر المتغيّرات الاقتصادية (سعر السهم السوقي، الادخار المتاح الصافي، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف الحقيقي، عرض النقد، إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي)، في طلب الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني في بورصة عمان خلال الفترة (1978-2007)، وقد أوضحت التقديرات القياسيّة للنماذج المعروضة في هذه الدّراسة، أن هناك علاقة بين التحركات غير المتوقعة في بعض المتغيّرات الاقتصادية الكلية، وبين تحركات عدد الأسهم وأحجام التداول في بورصة عمان للأوراق الماليّة. وقد اتّضح أنّ أهمّ المتغيّرات وفق هذه الدّراسة: سعر السهم السوقي، وسعر الصرف الحقيقي، والناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقد. وقد عمدت الدّراسة إلى بيان أهميّة ودور قطاع الصناعة الأردني داخل وخارج السوق خلال فترة الدّراسة.

تم التوصل من خلال هذا المبحث إلى الاستنتاجات الآتية:

1. يلعب قطاع الصناعة بشكل عام دوراً بارزاً ومهماً في تحقيق معدلات نمو مرتفعة، حيث يحتل موقِعاً متميزاً بين القطاعات الاقتصادية المكونة للاقتصاد الأردني، الأمر الذي دفع الحكومة، لأنّ تولي اهتمامها للقطاع الصناعي وذلك خلال خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعيّة المتعاقبة، حيث بلغت نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (20.66%)، بالمتوسط، وهو بذلك يحتل المرتبة الثانية من حيث نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي بعد قطاع الخدمات.
2. ارتفاع معدلات التشغيل للعمالة في القطاع الصناعي كله، حيث ارتفعت العمالة الصناعيّة من (27.400)، ألف عامل عام 1978 إلى (185.400)، ألف عامل عام 2007 بمعدل نمو سنوي مقداره (10.6%)، كما ارتفعت نسبة العاملين في القطاع الصناعي إلى مجمل العمال في الاقتصاد الوطني من (7%)، عام 1978 إلى (17.52%)، عام 2007 بأهميّة نسبية بلغت (12.79%)، بالمتوسط خلال الفترة

(1978-2007)، وهذا يعني أنّ معدل نمو العمالة في قطاع الصناعة بلغ أكثر من ضعف معدل النمو في القوى العاملة الأردنية، وهذا يظهر أهمية هذا القطاع وقدرته على استيعاب المزيد من القوى العاملة ويعوّل عليه كأحد القطاعات التي تساهم في الحد من مشكلة البطالة.

3. شهد هذا القطاع، ازدياد في عدد المؤسسات الصناعية العاملة فيه، حيث بلغ عدد تلك المؤسسات (3239)، مؤسسة عام 1978 وازداد ليصبح (20366)، مؤسسة عام 2007 بمعدل نمو سنوي قدرة (27.35%).

4. شهد حجم التداول لأسهم قطاع الصناعة الأردني، نمواً ملحوظاً خلال فترة الدّراسة، واحتلّ قطاع الصناعة المرتبة الأولى من بين القطاعات الأخرى، وحقق أعلى نسبة حجم تداول بالمتوسط خلال فترة الدّراسة (1978-2007)، حيث بلغ متوسط نصيبه من حجم التداول الكلي بأهمية نسبية بلغت (37.3%)، وبمعدل نمو سنوي بلغ (12.4%) خلال فترة الدّراسة.

5. شهد عدد الأسهم المتداولة لأسهم قطاع الصناعة الأردني، نمواً ملحوظاً أيضاً خلال فترة الدّراسة، واحتلّ قطاع الصناعة المرتبة الأولى من بين القطاعات الأخرى، وحقق أعلى نسبة تداول بالمتوسط خلال فترة الدّراسة (1978-2007)، حيث بلغ متوسط نصيبه من عدد الأسهم الكلي بأهمية نسبية بلغت (43.5%)، وبمعدل نمو سنوي بلغ (12.7%).

6. شهد الرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع الصناعة الأردني نمواً ملحوظاً خلال فترة الدّراسة، وقد احتلّ المرتبة الثالثة في معدلات التغيّر للارقام القياسية من بين القطاعات الاقتصادية الأخرى، حيث بلغ متوسط التغيّر السنوي النسبي للقطاع خلال فترة الدّراسة (درجة الاستقرار) (10.8%)، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأخيرة في الدّراسة، القائلة بأنّ الرقم القياسي لأسعار أسهم القطاع الصناعي يتمتع بسيولة ودرجة عالية من الاستقرار.

7. شهد قطاع الصناعة ازدياداً في عدد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث بلغ عدد تلك الشركات (66) شركة حتى عام 2007 من

أصل (277) شركة مدرجة، وبذلك يسهم قطاع الصناعة بنسبة (26.93%)، من إجمالي الشركات العاملة في بورصة عمان.

8. شهد قطاع الصناعة خلال السنوات العشر الأخيرة من فترة الدّراسة (1998-2007)، ازدياداً في نسبة الاستثمار الأجنبي له في بورصة عمان للأوراق الماليّة، وقد احتلّ المرتبة الثانية بعد قطاع البنوك، وحقق معدل مساهمة (33.6%) من إجمالي الاستثمار الأجنبي داخل البورصة، وبنسبة معدل نمو بلغ (0.84%) سنوياً.

2.3.4 النتائج

لدى تطبيق الاختبارات الاحصائية على النماذج الرياضية المقترحة في الدّراسة، باستخدام نموذج (VAR)، ونموذج (VESM)، لدراسة أثر المتغيّرات الاقتصادية في طلب الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، فقد توصّلت الدّراسة إلى النتائج الآتية:

1. أظهرت نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني بالاعتماد على اختباري اكايك (AIC)، وبيشوارتز (BC)، لكلا النموذجين (VSI, NSI) أنّ العدد الأمثل لفترات التباطؤ الذي يقابل أقل قيمة لكل من (AIC) و (SBC) هو العدد (1) وباستخدام هذا العدد سيعطي نتائج ذات دلالة إحصائية.
2. أظهرت نتائج اختبار ديكي فولر (ADF)، الموسّع أنّ متغيّرات النماذج الرياضية كلها، كانت تعاني من مشكلة عدم الاستقرار عند مستوياتها مع مرور الزمن، بينما كانت جميعها مستقرة مع مرور الزمن بعد أخذ الفرق الأوّل لجميعها.
3. فيما يتعلّق باختبار التكامل المشترك، أظهرت نتائج الاختبارات للنموذج الأوّل (VSI)، والنموذج الثاني (NSI)، بأنّ الفرضيّة الصفرية، القائلة بعدم وجود تكامل مشترك قد رفضت بمستوى دلالة (5%) كذلك رفض فرضيّة وجود متجه واحد على الأكثر، ومتجهين على الأكثر ممّا يعنى أنّه توجد متجهات تكاملية عند مستوى معنوية (5%)، الأمر الذي يؤكد أنّ المتغيّرات الداخلة في النموذج تتحرك معاً في الأجل الطويل ويوجد علاقة توازن فيما بينها، وتُشير هذه النتيجة إلى وجود علاقة سببية بين هذه المتغيّرات.

4. كما أظهر اختبار السببية للنموذج الأوّل (VSI)، وجود علاقات سببية تبادلية موجبة بين المتغيّر التابع (VSI) وكل من المتغيّرات المستقلة (PS, RE, M1, TD)،

وعلاقة تبادليّة سالبة مع المتغيّر (GDP) وعلاقة أحادية موجبة مع المتغيّر (NS)، بالإضافة إلى مجموعة من العلاقات السببيّة وغير السببيّة أحادية وتبادليّة الاتجاه بين المتغيّرات المستقلة، وقد كانت هذه النتيجة مدعومة لفرضيات الدراسة ومنسجمة مع النظرية الاقتصادية.

5. أظهر اختبار السببيّة للنموذج الثاني (NSI)، نتائج مختلفة عن نتائج النموذج الأوّل، بوجود علاقات سببيّة تبادليّة موجبة بين المتغيّر التابع (NSI)، وكل من المتغيّرات المستقلة (PS,RE)، وعلاقة تبادليّة سالبة مع المتغيّرات (M1,NS) وعلاقات أحادية موجبة مع المتغيّرات (GDP,TD)، كما أظهر الاختبار وجود علاقة موجبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّر التابع (NSI)، وعلاقة سالبة أحادية الاتجاه من طرف المتغيّر التابع (VSI)، بالإضافة إلى مجموعة من العلاقات السببيّة وغير السببيّة أحادية وتبادليّة الاتجاه بين المتغيّرات المستقلة.

6. أظهرت نتائج (التحليل قصير الأجل) اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج الأوّل (VSI)، أنّ التغيّرات في سعر السهم السوقي، عرض النقد، وسعر الصرف الحقيقي، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، تُفسّر نسبة كبيرة من تنبؤ الخطأ في متغيّر حجم تداول أسهم القطاع الصناعي في الفترة الأولى، بالرغم من أنّ تفسير تنبؤات الخطأ لبعض هذه المتغيّرات قد انخفض في نهاية الفترة، إلّا إنّها ما زالت تُفسّر تغيّرات وتنبؤات الخطأ التي يمكن أن تحدث في متغيّر (VSI)، بينما لا تنطبق الحالة على المتغيّرات الأخرى، حيث جاء تفسير تنبؤات الخطأ لكل من الناتج المحلي الإجمالي، والادخار المتاح الصافي ضعيفاً في الفترة الأولى، واستمر بالانخفاض حتى نهاية الفترة. ويمكن تفسير الأثر الضعيف للناتج المحلي الإجمالي هنا عندما تؤدي الزيادة المتوقعة في الناتج المحلي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي زيادة معدلات التضخم، وزيادة أسعار الفائدة الذي يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي سوف يؤثر سلباً في أسعار الأسهم، ويقلل نسبة الاستثمار الموجه لشراء الأسهم، كما أن توزيع تشولاسكي الذي يعتمد على إعادة ترتيب المتغيّرات في نموذج (VAR)، قد أكّد مصداقية هذه النتائج.

7. أظهرت نتائج (التحليل قصير الأجل) اختبار تحليل مكونات التباين للنموذج الثاني (NSI) أنّ التغيّرات في سعر السهم السوقي، والنتائج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، تُفسّر نسبة كبيرة من تنبؤ الخطأ في متغيّر عدد أسهم القطاع الصناعي في الفترة الأولى، بالرغم من أنّ تفسير تنبؤات الخطأ لبعض هذه المتغيّرات قد انخفض في نهاية الفترة، إلّا إنّها ما زالت تفسّر تغيّرات وتنبؤات الخطأ التي يمكن تحدث في متغيّر (NSI)، بينما لا تنطبق الحالة على المتغيّرات الأخرى، حيث جاء تفسير تنبؤات الخطأ لكل من عرض النقد، والادخار المتاح الصافي ضعيفاً في الفترة الأولى، واستمر بالانخفاض حتى نهاية الفترة، ويمكن تفسير الأثر الضعيف لعرض النقد هنا عندما تكون الزيادة كبيرة في العرض النقدي والذي يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم، الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه للاستثمار في شراء الأسهم كما أن توزيع تشولاسكي الذي يعتمد على إعادة ترتيب المتغيرات في نموذج (VAR)، قد أكد مصداقية هذه النتائج.

8. أظهرت نتائج دالة الاستجابة لردة الفعل أنّ أيّ تغيير مفاجئ في سعر السهم السوقي، وعرض النقد، وسعر الصرف الحقيقي، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، يؤثر إيجابياً ولسنوات قادمة عدة في حجم تداول أسهم قطاع الصناعة (VSI)، وهذا ما يدعم الفرضية الثانية والثالثة بوجود علاقة طردية بين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة ومع كل من (PS,RE) ويتناقض مع الفرضية الرابعة والخامسة، بوجود علاقة عكسية بين الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي ومع كل من (M1,TD)، أمّا التغيّرات المفاجئة للنتائج المحلي الإجمالي، والادخار المتاح الصافي فأنها تؤثر بنسبة ضئيلة على حجم تداول أسهم القطاع الصناعي، وهذا ما يدعم الفرضية السادسة بوجود علاقة عكسية بين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة والمتغيّر (NS)، ويتناقض مع الفرضية الأولى بوجود علاقة طردية بين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة والمتغيّر (GDP)، وينسجم مع النظرية الاقتصادية التي تحتمل وجود أثر

إيجابي وسلبى لمتغير الناتج المحلي الإجمالي على أسعار الأسهم، ونشاط الاستثمار فيها.

9. أظهرت نتائج دالة الاستجابة لردة الفعل أنّ أيّ تغيير مفاجئ في سعر السهم السوقي، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وإجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، يؤثر إيجابياً وللسنوات قادمة عدة في عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة (NSI)، وهذا ما يدعم الفرضية الأولى والثانية، والثالثة بوجود علاقة طردية بين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة ومع كل من (PS, RE, GDP) ويتناقض مع الفرضية الخامسة بوجود علاقة عكسية بين الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي ومع المتغير (TD)، أمّا التغيّرات المفاجئة لعرض النقد، والادخار المتاح الصافي فإنّها تؤثر بنسبة ضئيلة على عدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة وتقل درجة الثقة بهما، وهذا ما يدعم الفرضية الرابعة والسادسة بوجود علاقة عكسية بين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة و كل من المتغير (M1, NS)، وينسجم مع النظرية الاقتصادية ويثبت حيادية النقود على النشاط الاقتصادي في المدى الطويل.

10. أظهرت نتائج تطبيق آلية تصحيح الخطأ (VECM)، معنوية النماذج المستخدمة في الدراسة، وعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وكانت سرعة التكيف بين الأجل القصير والطويل (-0.667)، سنوياً لكل من نموذج حجم تداول أسهم قطاع الصناعة وعدد أسهم قطاع الصناعة المتداولة على التوالي، وقد فسّر ذلك العلاقة الإيجابية التي تربط المتغيرات التابعة مع المستقلة في كلا النموذجين خلال الفترة القصيرة والطويلة، وتبين بأن المتغيرات قادرة على تصويب الأخطاء بسرعة كبيرة مع الزمن، ويقودنا هذا إلى أن المتغيرات تتفاعل كثيراً مع بعضها البعض خلال الفترة القصيرة والطويلة.

11. تُشير النتائج التي تمّ الحصول عليها إلى أنّ تأثير المتغيرات من داخل السوق المالي، يبدو أكثر دلالة من متغيرات خارج السوق، وهذا ما أثبتته الاختبارات العديدة، بوجود تأثير واضح ومعنوي لمتغير سعر السهم السوقي (PS)، على كل من حجم تداول وعدد أسهم قطاع الصناعة في كلا النموذجين (VSI, NSI).

12. اتفقت نتائج تحليل النموذجين (VSI, NSI)، باستخدام طريقة (VAR) و (VECM) أن تأثير كل من المتغيرات (PS, RE, TD) قد جاء إيجاباً على حجم الطلب في الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي وبشكل متساوي ومتشابهة، عكست خلالها طبيعة العلاقة الاقتصادية المتفقة مع النظرية الاقتصادية، كما تتابعت المتغيرات الأخرى في تفسير علاقات إيجابيه وضعيفه على المدى القصير والطويل في كلا النموذجين حيث جاء تأثير متغير (M1) أكبر على متغير (VSI) من تأثيره على متغير (NSI)، وجاء تأثير (NS) بشكل ضئيل متساوي ومتشابه لكلا النموذجين، كما جاء تأثير (GDP) إيجاباً على (NSI) وضئلاً على (VSI)، عكست خلالها طبيعة العلاقة الاقتصادية المتفقة مع النظرية الاقتصادية، وهذا يعدّ أساساً في تقديم أجوبة على مشكلات الدراسة التي أساسها وجود احتمالات ضعيفة لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية في حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة.

13. إنّ النتائج التي تمّ الحصول عليها بشكل عام قد جاءت متفقة إلى حد كبير مع فرضيات الدراسة ومنسجمة مع النظرية الاقتصادية، والتي تؤكد وجود علاقات طردية بين المتغيرات (PS, RE, M1, TD) وبين الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ممثلاً بالمتغيرات التابعة (VSI, NSI)، وعكسية في بعض الاحيان مع المتغيرات المستقلة (NS, GDP) وهذا ما جاء واضحاً في اختبار التكامل المشترك والسببية والتباين واختبار تصحيح متجهات الخطأ في كلا النموذجين.

14. إنّ نتائج هذه الدراسة، تمكنت من إثبات تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، ولا تؤكد أنّ المتغيرات الأخرى ليست ذات علاقة، بل تؤكد أهمية تجربة صياغات ونماذج أخرى، بالإضافة إلى متغيرات ومؤشرات اقتصادية كلية أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى في تحركات السوق، ولاسيما المتغيرات السياسية، والاجتماعية الداخلية، والخارجية ذات العلاقة بالاقتصاد الأردني المنفتح بشدة على العالم الخارجي، وقد

اتفقت نتائج هذه الدّراسة مع معظم الدراسات السابقة المتعلّقة بوجود تأثير للكثير من المتغيّرات الاقتصادية على نشاط القطاعات الاقتصادية داخل الأسواق المالية. 15. حقّقت أغلب المتغيّرات الاقتصادية، تأثيرات معنوية وإيجابية على الطلب في الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة، الأمر الذي سينعكس إيجاباً على نشاط قطاع الصناعة الأردني، ويحفّز على الاستثمار في شتى المؤسسات التابعة له داخل بورصة عمان، وهذا يشير إلى ارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي الذي من شأنه أن يؤدّي إلى تنمية عمل ونشاط البورصة وتطوُّرها خلال المستقبل. وعند مقارنة النتائج السابقة بنتائج الدراسات السابقة التي اشارت إلى أن العلاقة بين مؤشرات بورصة عمان والمتغيرات الاقتصادية ضعيفة، وإنه لا يعتمد كثيراً على المتغيرات الاقتصادية في اتخاذ القرار الاستثماري في بورصة عمان. توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية بورصة عمان إيجابية، وأن المتغيرات الاقتصادية لديها المقدرة في تفسير التغيرات التي يمكن أن تحدث لمؤشرات السوق.

3.3.4 المقترحات

توصّلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج جاء بمحصلتها أنّ المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية، لها تأثير واضح في نشاط أسهم قطاع الصناعة، وأن هذا التأثير يكون محايداً في الفترة الطويلة، حيث دعمت نتائج التحليل فرضيات الدّراسة، وكانت متفقاً مع النظرية الاقتصادية من جهة ومع معظم الدراسات السابقة من جهة أخرى. ولذلك تقدّم الدّراسة الحالية مجموعة من المقترحات أهمّها ما يلي:

1. ضرورة اعطاء مساحة أكبر لعمليات السوق المفتوحة من قبل بورصة عمان والبنك المركزي وذلك لكونها؛ تعد من أدوات السياسة النقدية التي لها دور في التحكم في عملية العرض النقدي، الذي يتأثر به الاقتصاد ومعظم مؤشرات السوق.
2. بما أن النتائج الإحصائية قد أظهرت وجود تأثير إيجابياً للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي وتحديد نشاط البورصة، إلا أن تأثيرها في المدى الطويل يكون محايداً، لذا تقترح الدراسة ضرورة الاعتماد على السياسة النقدية في الفترة القصيرة لتوجيه الاقتصاد نحو أهداف حقيقية تخدم الاقتصاد الوطني.

3. دراسة السبل اللازمة لابقاء مستوى الدخل القومي مرتفعاً، انطلاقاً من التأثير الإيجابي الذي أظهره متغير الادخار المتاح الصافي على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة.
4. ضرورة قيام البنك المركزي وبورصة عمان، بالتوعية بتوجيه نسبة كبيرة من حجم الإنفاق المحلي والأجنبي باتجاه الاستثمارات المتنوعة في الأوراق المالية دعماً لإداء مؤشرات الأسواق المالية والاقتصاد الوطني.
5. ضرورة قيام المؤسسات النقدية بالمحافظة على عدم تقلب أسعار الصرف بنسب عالية سعياً في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، ودعم استقرار عمل القطاعات الاقتصادية وأسواق المال.
6. ولكون الاستثمار الأجنبي يُحقّق نسبة عالية في معدلات الاستثمار داخل بورصة عمان للأوراق الماليّة، وبشكل خاص في قطاع الصناعة، فإنّه يتوجب على بورصة عمان من خلال مشاركتها في عقد اللقاءات، والمؤتمرات الدولية، عرض هذا القطاع وتطويره، وتعريف المستثمرين الأجانب بالفرص الاستثمارية في الأردن، وتعزيز التفاعل بين البورصة والمجتمع المحلي، ونشر الوعي بدور البورصة في دعم الاقتصاد الوطني.
7. ضرورة التنسيق، والتعاون التام بين بورصة عمان للأوراق الماليّة، ممثلة بدائرة الأبحاث والعلاقات الدولية، والبنك المركزي ممثلاً بدائرة الأبحاث في مجال اصدار الأبحاث والنشرات الاحصائيّة القياسيّة، والتحليليّة المتعلّقة بظروف السوق المالي، وتطوّره والاقتصاد كله بشفافية كاملة لتمكين الباحثين والمحليين والمستثمرين من اتخاذ القرارات الصحيحة تجاه ظروف السوق.
8. ضرورة قيام بورصة عمان، بالعمل على متابعة الجهود في مجال تعميق السوق، وزيادة كفاءته وسيولته، وزيادة نشر الوعي الثقافي لدى المواطن بالسوق والاستثمار فيه بهدف رفع مستوى وعيه الادخاري والاستثماري، لاسيما العاملين في الخارج الذين يبحثون عن استثمار مدخراتهم، حيث إنّ نقص الوعي بالاستثمار يؤثر سلباً في أداء سوق الأوراق الماليّة.

9. بما أنّ الطريقة المستخدمة لتحليل مكوّنات السلاسل الزمنية في هذه الدّراسة، قد أعطت نتائج جيدة للتنبؤ بمحدّدات الطلب على الاستثمار في أسهم القطاع الصناعي الأردني. لذا يقترح الباحث ترك الباب مفتوحاً أمام الباحثين بأهميّة تجربة إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المستقبلية باستخدام نماذج وطرق وصياغات رياضية مقترحة، بالإضافة إلى استخدام متغيّرات ومؤشّرات اقتصادية كلية أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على تحركات السوق، ولاسيما المتغيّرات السياسيّة والاجتماعيّة الداخليّة والخارجيّة، ذات العلاقة بالاقتصاد الأردني المنفتح على العالم الخارجي.

10. ضرورة وجود مؤشّر عام يعكس النشاطات التي تقوم بها بورصة عمان للأوراق الماليّة، على سبيل المثال إيجاد مؤشّر للإنتاج الصناعي أو مؤشر لقطاع الخدمات والقطاعات الأخرى أو أي مؤشّر آخر يعكس واقع السوق، حيث ستكون هذه المؤشّرات رابطاً مهماً بين السوق وبورصة عمان، والأسواق العالمية.

11. استمرار الأردن في تنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، التي من شأنها تعزيز النشاطات الاقتصاديّة وتحفيز الاستثمار في بورصة عمان، فعدم استقرار الأوضاع الاقتصاديّة يؤثر في أداء البورصة وخدمتها للعملاء والمستثمرين .

4.3.4 الخاتمة

أصبح الاقتصاد الأردنيّ في ظلّ الكثير من المعوقات والأزمات التي مرّ بها، أكثر حيوية من الماضي سعياً للحصول على أكبر قدر ممكن من التنمية والنمو والنهوض بالموارد البشرية، وخلق فرص استثمارية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، وقد لعب قطاع الصناعة كغيره من القطاعات الاقتصاديّة الأخرى، دوراً هاماً وبارزاً في نشاط الاقتصاد القومي وحقق معدلات استثمار عالية في مختلف الأوجه. حيث نراه اليوم ضمن تطلعات مستقبلية جديدة منفتحة على الأسواق العالمية، مع آمال كبيرة في حلّ المشكلات وتجاوزها بالطرق المثلى والتخطيط الاستراتيجيّ السليم، حيث يضع الباحث بين أيدي المسؤولين والمهتمين والباحثين إيلاء مثل هذه المواضيع الاهتمام الكبير، ليس من الناحية النظرية فقط بل من الناحية العملية ووضع تجربة حياة داخل الاقتصاد.

المراجع

أولاً: المراجع العربيّة

ثانياً: المراجع الأجنبيةّة

المراجع

أولاً: المراجع العربيّة

أ- الكتب

الزبيدي، حمزة محمود (2001)، الاستثمار في الأوراق الماليّة، مؤسسة الورّاق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى_الأردن.

الساكت، مازن (2000)، واقع الصناعة الأردنيّة: مشكلاتها وآفاق تطوُّرها، ورقة عمل، المنبر الأردني للتنمية الاقتصاديّة، مركز الأردن الجديد للدراسات، عمان_الأردن.

الصباغ، هشام (1985)، سوق الأوراق الماليّة الأردنيّة تطوُّرها وواقع اتجاهاتها المستقبلية في أسواق رأس المال في الدول العربيّة، تحرير صندوق النقد العربي_أعمال المؤتمر الذي عقد في أبو ظبي.

العتوم، شفيق وآخرون (1986)، الإستدلال الإحصائي، الطبعة الأولى، الجامعة الأردنية، عمان_الأردن

الطاهر، عبدالله (2002)، الاستثمار في الأردن فرص وآفاق، تحرير مركز دراسات الشرق الأوسط، الطبعة الأولى، عمان.

جابر، محمد صالح (1989)، الاستثمار بالأوراق الماليّة ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، الطبعة الثانية، عمان.

غزّاوي، علي وآخرون (1999)، دراسات في الاقتصاد، الطبعة الأولى_الجزء الثاني، طرابلس_لبنان.

محمد، منير وآخرون (2005)، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان_الأردن.

هندي، منير إبراهيم (1992)، الأوراق الماليّة وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندي، منير إبراهيم (1993)، سلسلة الأسواق الماليّة(1)، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق الماليّة، وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربيّة المصرفيّة، البحرين.

ب_ الرسائل الجامعية

أبو أدهم، نايف (1994)، محدّات أسعار الأسهم للقطاع المصرفي في الأردن باستخدام نظرية موازنة الأسعار، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية.

أبو الهيجاء، أيمن (2004)، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم (دراسة ميدانية) في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد_ الجامعة الأردنية.

استانبولي، غدير نعيم (1995)، أثر التغيّر في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم (دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية) رسالة ماجستير غير منشورة _ الجامعة الأردنية، عمان.

الرفاعي، محمود فلاح (1999)، أثر المتغيّرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول سوق عمان المالي (1978-1997)، رسالة ماجستير غير منشورة_ كلية الاقتصاد، جامعة آل البيت.

الرفاعي، محمد سلطان (2001)، تحديد النموذج الأمثل لتقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) في بورصة عمان للأوراق المالية (1995-2000)، رسالة ماجستير غير منشورة_ كلية الاقتصاد، جامعة آل البيت.

الشواورة، فيصل قاسم (2003)، مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية، مع دراسة تطبيقية على بورصة عمان، رسالة دكتوراة، كلية التجارة_ قسم إدارة الأعمال، جامعة عين شمس.

الصرايرة، حسين (2005)، مساهمة موجودات البنوك المرخصة (التسهيلات الائتمانية، محفظة الأوراق المالية) في النشاط الاقتصادي الأردني خلال الفترة (1970-2003)، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد_ جامعة مؤتة.

الصمادي، برهان (2000)، كفاءة البنوك التجارية في الأردن خلال فترة التصحيح الاقتصادي (1989-1998)، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

الطروانة، محمد أحمد (2004)، محدّات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

العبيدي، محمد (2004)، أثر السياسات النقدية والمالية على القطاع الصناعي الأردني في الفترة من (1970-2000) رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

العباسي، محمد فايز (2003)، تنافسية الصناعات الصغيرة ودورها في التنمية الاقتصادية في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

العلي، عادل (1997)، أثر سعر صرف الدينار الأردني على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

العمر، حسن (2004)، أثر القطاع الصناعي على النمو الاقتصادي في ظل تطبيق برامج التصحيح الاقتصادي في الأردن للفترة (1989-2001)، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

الغيلاني، وميض (1995)، كفاءة سوق مسقط للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

القواسمي، زكريا (1990)، كفاءة سوق عمان المالية، (دراسة تحليلية لكفاءة تسعير الأسهم في سوق عمان المالية)، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

المجالي، أحمد (2003)، أثر الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي الأردني خلال الفترة (1970-2000)، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

المجالي، إياد (2005)، المقدرة التنافسية لقطاع الصناعات التحويلية في الأردن خلال الفترة ما بين (1980-2003)، باستخدام تحليل السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير منشورة_ قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

المصري، طارق (1997)، واقع الصناعة التحويلية في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

النسور، علي (1994)، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية (دراسة تطبيقية في سوق عمان المالي) رسالة ماجستير غير منشورة_ قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان.

حبابية، فايز (2004)، التغيير الهيكلي في الصناعة التحويليّة وأثرها في النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1980-2001)، رسالة ماجستير غير منشورة - قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

حداد، فايز سليم (1990)، واقع عمان كمركز مالي ومصرفي في الوطن العربي، رسالة ماجستير غير منشورة - قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنيّة، عمان.

خولي، مولا (1997)، أثر التغيّر في سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم (دراسة في سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير غير منشورة - قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنيّة، عمان.

صافي، زياد محمد (2006)، العوامل المحدّدة للاستثمار في أسهم قطاع البنوك في بورصة عمان (1978-2004)، رسالة ماجستير غير منشورة - قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة.

وليد، احمد صافي (1996)، سوق الأوراق الماليّة ودورها في التّمية الاقتصاديّة، حالة تطبيقية (سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير غير منشورة - قسم الاقتصاد، جامعة الجزائر، معهد العلوم الاقتصاديّة، الجزائر.

ج- البحوث والمقالات والندوات

البازعي، حمد بن سليمان (1998)، سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية، مجلة العلوم الاجتماعيّة، مجلد 26، عدد 2 جامعة الكويت - الكويت.

البدر، صالح، وآخرون (1997)، دراسات تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، مجلة أبحاث اليرموك (العلوم الإداريّة)، المجلد 24 العدد 1 - ص 215-217 جامعة اليرموك.

الحموري، قاسم وآخرون (1996)، أثر التطوّر التكنولوجي على إنتاج القطاع الصناعي الأردني، مجلة أبحاث اليرموك المجلد (12) ص (25-75) جامعة اليرموك.

الخطيب، فوزي، وآخرون (1994)، سوق عمان للأوراق الماليّة ومدى استجابته للمتغيّرات الاقتصاديّة، دراسة قياسية (مجلة أبحاث اليرموك)، المجلد 10، العدد 3 - جامعة اليرموك.

الديات، رشا، وآخرون (2004) تحليل السلاسل الزمنية لأثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي الأردني، مجلة مؤتة للبحوث (العلوم الإدارية) المجلد 31، العدد 2_ جامعة مؤتة.

الرجبي، محمد، (1997)، أثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 13 ، العدد 4_ جامعة اليرموك.

القرعان، محمد (2001)، بورصة عمان، (نشأتها، تطورها، نظامها القانوني دراسة مقارنة) بحث غير منشور_ جامعة مؤتة.

حميدات، وليد، وآخرون (1994)، تجارة الأردن الخارجية وأثرها على نمو وتطور قطاع الصناعة التحويلية، دراسات العلوم الإنسانية، المجلد (23) جامعة اليرموك.

حميدات، وليد، وآخرون (1995)، أثر الطلب على النمو الصناعي في الأردن مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 11_ جامعة اليرموك.

حمدون، خالد، وآخرون (1997)، هيكل قطاع الصناعة التحويلية في المملكة الأردنية الهاشمية، دراسات عمان، (العدد، 53).

سوق عمان المالي (1996)، التطور والإنجازات والتوجهات المستقبلية_ أعداد مركز الدراسات والتخطيط_ سوق عمان.

شوتر، منهل، وآخرون (2000)، تحليل دور الصادرات في النمو الاقتصادي في الأردن "طريقة جوهانسن للتكامل المشترك_ مجلة أبحاث اليرموك، جامعة اليرموك.

طريف، جليل (2000)، تطوير قطاع الأوراق المالية في الدول العربية، (تجربة بورصة عمان)، ندوة أسواق الأوراق المالية_ مركز الشرق الأوسط للأوراق المالية

والتدريب البحريني، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

طوقان، أمية (1995)، واقع الإفصاح في البورصات العربية، (تجربة سوق عمان المالي) ندوة الإفصاح وتطوير أسواق المال العربية، بيروت، لبنان.

عبد الله، عبد القادر (1995)، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 11، العدد 1.

د- الوثائق الرسمية والنشرات والمجلات والتقارير

البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي (أعداد مختلفة، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008) عمان، الأردن.

البنك المركزي الأردني (2004)، بيانات احصائية سنوية (1964-2003) عدد خاص بمناسبة العيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي.

الساكن، بسام (1999)، تسهيل الإدراج المشترك بين بورصات أوروبا وآسيا_ مجلة اقتصاديات السوق العربيّة_ عمان، العدد (34) ص 14.

الفصل، زياد (1999)، الآفاق المستقبلية لتطوير أسواق المال في الوطن العربي_ مجلة آفاق الاقتصادية_ عمان، العدد (44) ص 13-7.

النجار، فايق جبر (2002)، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك في الأردن، المجلد 21، العدد 4.

النشاشيبي، حكمت شريف (1994)، سياسات وأدوات تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربيّة_ مجلة المصارف العربيّة_ بيروت العدد (145) المجلد 13 ص 36.
بنك الصادرات والتمويل (2004)، الاقتصاد الأردني في الأعوام القادمة، كانون الأوّل، العدد 78، ص (15-47) الأردن_ عمان.

بنك الصادرات والتمويل، دائرة الاستثمار والأسواق المالية تقرير الأردن الاقتصادي لأعوام مختلفة، عمان-الأردن.

بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

بورصة عمان، النشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

خطة التنمية الخمسية 1976-1980.

خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية 1981-1985.

خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية 1986-1990.

خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية 1993-1997.

خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية 1999-2003.

حديد جواد (1994)، صناع السوق في بورصات الأوراق المالية_ مجلة المصارف العربيّة_ بيروت المجلد الرابع عشر العدد (161) ص 65.

دائرة الإحصاءات العامة، إحصاءات التجارة الخارجية، الجزء الثاني 2004، عمان، الأردن.

دائرة الإحصاءات العامة، النشرة الإحصائية السنوية للأعوام (1980-2003)، عمان الأردن.

دائرة الإحصاءات العامة (1976-2002)، نشرة الحسابات القومية.

سوق عمان المالي، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

سوق عمان المالي، القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976.

سوق عمان المالي، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

سوق عمان المالي، تطوُّره وإنجازاته وتوجهاته المستقبلية، دائرة الأبحاث، 1996.

سوق عمان المالي، تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها، رقم (2) لسنة 1997.

سوق عمان المالي، تعليمات الاستثمار المشترك، رقم (2) لسنة 1999.

سوق عمان المالي، قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002.

سوق عمان المالي، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، أعداد مختلفة.

طوقان، أمية (1992)، سياسات وأدوات تطوير الأسواق المالية العربية - مجلة

المصارف العربية_ بيروت المجلد الثالث عشر، العدد (154) ص 48.

طوقان، أمية (1992)، أنظمة التداول في البورصات العربية - ورقة عمل مقدّمة إلى

مؤتمر استراتيجيات تنشيط البورصات العربية_ الشارقة، نيسان 1994.

غرفة صناعة عمان (2002)، الاقتصاد الأردني، نشرة غرفة صناعة عمان، العدد 48،

تموز، ص(14-67).

مجلة الاقتصاد المعاصر (2007)، الدار الاقتصادية للنشر- عمان الأردن، العدد

(101).

مجلة المساهم (1997)، مجموعة المجرة الدولية- عمان الأردن، العدد الثاني.

وزارة التخطيط التعاون الدولي، خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية لأعوام مختلفة

(1986_2003)، عمان- الأردن.

وزارة الصناعة والتجارة، نشرة الصناعة، والتجارة والاستثمار، لأعوام مختلفة عمان-

الأردن.

وزارة الماليّة (2004)، نشرة مالية الحكومة، تشرين أول، المجلد السادس - العدد التاسع ص(2-33).

هـ - المواقع الإلكترونية

www.mop.gov.jo	• وزارة التخطيط والتعاون الدولي
www.mit.gov.jo	• وزارة الصناعة والتجارة
www.mol.gov.jo	• وزارة العمل
www.mof.gov.jo	• وزارة الماليّة
www.cbj.gov.jo	• البنك المركزي الأردني
www.jsc.gov.jo	• هيئة الأوراق الماليّة
www.exchange.jo	• بورصة عمان
www.dos.gov.jo	• دائرة الإحصاءات العامة
www.rss.gov.jo	• الجمعية العلمية الملكيّة
www.shoman.org/ar/library.aspx	• مكتبة عبد الحميد شومان
www.ju.edu.jo	• الجامعة الأردنيّة
www.ya.edu.jo	• جامعة اليرموك
www.mutah.edu.jo	• جامعة مؤتة
www.ksu.edu.sa	• جامعة الملك سعود
www.cu.edu.eg	• جامعة القاهرة
www.asu.shams.edu.eg	• جامعة عين شمس
www.damasuniv.shern.net	• جامعة دمشق
www.alepuniv.shern.net	• جامعة حلب
www.arab-api.org	• المعهد العربي للتخطيط/الكويت
www.aitrs.org	• المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائيّة

ENGLISH REFERENCES:

ثانياً- المراجع الأجنبية

A.BOOKS

- Hirschman, A. O. (1958)** The strategy of Economic Development
New Haven, Yale University Press.
- Anderson, T. W. (1971)** (The statistical Analysis Of Time Series)
John Wily, Newyork.
- Fuller, W A (1976)** Introduction To Statistical Time Series Analysis
(New York: John Wiley & Sons).
- Dickey, D And Fuller, W (1979)** Distribution of the estimators for
auto-regressive time series a unit root , journal of the American
statistical association. VOL. 74 NO. 366, PP. 427-431.
- Fama E.,(1981)**, Stock Returns Real Activity Inflation And Money,
The American Economic Review, p 545-565.
- Dickey, D And Fuller, W (1981)** Like lihood Ratio Statistics for
Auto- regressive Time Series With A Unit Root. Econometric
Vol.49 No, 4. pp1057-1072.
- Sargan, J. D. and Bhargava, A. (1983)** Testing residuals from least
squares regression for being generated by the Gaussian random
walk, econometric, VOL. 51 PP. 153-147.
- Engle, R. F and Granger, C.W.J (1987)** Co-integration and error
correction representation estimation and testing , econometrical
VOL. 35 PP. 134-159.
- Philips, P (1987)** time Series Regression With A Unit Root
Econometrical. Vol. 55 pp 277-301.
- Philips, P C. and Perron, P .(1988)** Testing For A Unit Root in
Time Series Analysis Biometrika . Vol. 75, No, 2. pp 335-346.
- Johansen, s (1988)** Statistical Analysis Of co-integration Vectors
Journal Of Economic Dynamics And Control 12 pp. 231-254.
- Malecki, E.J (1991)**, Technology And Economic Development,
Long Man Scientific- Technical , New York.
- Hamilton, J (1994)** “Time series analysis” Princeton University,
USA.
- Gujarati, Damonar N. (1995)** “Basic Econometrics” Third Edition,
McGraw-HIL Inc.
- Johansen, s and Juselius, k. (1995)** Maximum Likelihood
estimation and inference on cointegration with application to the

demand for money Oxford Bulletin Of Economic and Statistics, Vol. 52, 169-210.

Harris, R. (1995) Using Co-integration Analyses In Econometric Modelling. Simon & Schuster International Group.

Holden, K & Thomposon, J (1992) Co- Integration: An Introductory Survey - British Review Of Economic Issues, Vol. 14, No 33.

International Monetary Fund: “International Financial Statistics Yearbook” (1986-2000]

AL-Homsi, Jamal (2003) Assessing Global Competitiveness Of Jordan's Manufacturing Sector: Responding To Changing And Challenging, World Center For Strategic Studies, July 22/23/2003.

B.ARTICLES

Asprem Mads, (1989), Stock Prices Asset Portfolios and Macroeconomic Variables in Ten European Countries. Journal of Banking and Finance, Vol. 13, No.4, pp. 589-612.

Wasserfallen Walter, (1989), Macroeconomics News and the Stock Market Journal of Banking and Finance, Vol. 13, No.4, pp. 613-626.

Shamia, A, And Talafha, H, (1990), Amman Financial Market Stability Effectiveness and Efficiency, Abhath Al-Yarmouk, Vol. (6) No (2) pp (44-71).

Bulmash Samuel and Trivoli George, (1991), Time-Lagged Interaction Between Stock Prices and Selected Economic Variables. Journal of Portfolio Management, Vol. 18, No 4. pp 61-67.

Huang, G (1994), Money Demand In China In The Reform Period: An Error Correction Model, Applied Economics. 1994, 26,713-719.

Lim And Macaleer,(2001): Co integration Analysis Of Quarterly Tourism Demand By Hong Kong And Singapore For Australia Applied Economics, 33,1599-1619.

Malawi, A And Mousa, S (2002), The Determinates Of The Jordanian Real Exchange Rate Against The U.S. Dollar: A vector Auto Regression (VAR) Model. Almanara Vo1 (8), No.(1) pp(71.88) .

Hamzah, Mohamad, How Lee, Cooper Ramin (2004),
Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock
Market Indices: Cointegration Evidence From Stock Exchange
Of Singapore's All-S Sector Indices No, pp(48.70).

C. REPORTS

The World Bank (1996) From Plan To Market. World
Development Report, Washington. PP 30-45.

International Monetary Fund, International Financial Statistics
Yearbook, (1996),(2003), Washington D. C., U.S.A.

قائمة الملاحق

(أ) مؤشرات ومفاهيم اقتصادية وإحصائية

(ب) التحليل الإحصائي للنماذج القياسية بطريقة المربعات الصغرى
العادية (OLS)

(ج) جدول متغيرات النماذج القياسية المقترحة

الملحق (أ)

مؤشرات ومفاهيم اقتصاديَّة وإحصائيَّة

النقد والبنوك (Money And Banking)

السياسة النقدية (Monteary Polices)

عبارة عن مجموعة من الأدوات والقواعد والوسائل والإجراءات والتدابير مثل (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم، ونسبة الاحتياطي النقدي القانوني)، التي يقوم البنك المركزي باستعمالها وذلك للتأثير والتحكم في عرض النقد بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي في محاولة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة خلال فترة زمنية معينة (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

السياسة المالية (Financl Polices)

عبارة عن مجموعة الإجراءات والوسائل التي تتخذها الحكومة لتنظيم مصادر إيراداتها وأوجه إنفاقها بقصد تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرسومة والملائمة للظروف الاقتصادية التي يمرُّ بها البلد (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

عرض النقد (M1) (Money Supply)

النقد المتداولة خارج البنوك مضافاً إليها الودائع الجارية تحت الطلب لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص (مقيم) والمؤسسات العامة والمؤسسات المالية غير المصرفية (البنك المركزي الأردني، 2007).

عرض النقد (M2) (Money Supply)

ويساوي عرض النقد (m1) مضافاً إليها شبه النقد، ويعادل أيضاً مجموع كل من صافي الموجودات الأجنبية وصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي (البنك المركزي الأردني، 2007).

عرض النقد (M3) (Money Supply)

ويساوي عرض النقد (m2) مضافاً إليها الودائع الجارية وغير الجارية الحكومية، ويطبق عليها إجمالي السيولة المحلية التي تتمتع بها الاقتصاد القومي (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الحساب المالي (Financial Account)

الاستثمار المباشر (في الخارج) (Direct Investment Abroad):

يُمثّل صافي استثمارات المقيمين في حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها بالإضافة إلى صافي أية التزامات أخرى على المؤسسات التابعة غير المقيمة (البنك المركزي الأردني، 2007).

الاستثمار المباشر (في الأردن) (Direct Investment In Jordan):

يُمثّل صافي استثمارات غير المقيمين في حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها بالإضافة إلى صافي أية التزامات أخرى على المؤسسات المقيمة في الأردن (البنك المركزي الأردني، 2007).

الانتاج والأسعار (Production And Prices)

الدخل القومي المتاح (National Disposable Income) هناك ثلاث طرق لحسابه:-

من زاوية الانتاج السلعي والخدمي فهو يُمثّل الناتج القومي الإجمالي بسعر السوق الجاري (G.N.P) (مجموع قيم السلع والخدمات الاستهلاكية والرأسمالية التي يتم انتاجها خلال فترة زمنية قدرها سنة)، مضافاً إليه صافي التحويلات الجارية الأخرى من العالم الخارجي ومطروحاً منه اهتلاك رأس المال الثابت. أذن الدخل القومي يُمثّل من الناحية الكمية كمية السلع والخدمات المتاحة لإفراد هذا المجتمع لإشباع حاجاتهم خلال فترة زمنية معينة (البنك المركزي الأردني، 2007)، (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

من زاوية الدخل فهو يُمثّل الدخول المكتسبة بواسطة عناصر الانتاج خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة. الدخل القومي = الأجر + الفائدة + الربح + الربح [مجموع عوائد عناصر الانتاج] (البنك المركزي الأردني، 2007)، (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

من زاوية الإنفاق فهو يُمثّل الإنفاق القومي على السلع والخدمات الاستهلاكية والإنتاجية خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة. أذاً، فإن الناتج القومي الإجمالي = الدخل القومي الإجمالي (البنك المركزي الأردني، 2007)، (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product)

مجموع قيمة السلع والخدمات النهائية التي يتم إنتاجها بواسطة عناصر الانتاج المتوفّرة، (مواطنين + أجانب)، وبالتالي يأخذ هذا المفهوم للنشاط الاقتصادي منظور محلي (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الناتج القومي الصافي (Gross National Product)

يُمثّل إجمالي الناتج المحلي الإجمالي + [ما أنتجه المواطنين بالخارج _ ما أنتجه الأجانب بالداخل] (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الدخل الفردي الحقيقي (Real Personal Income)

يُمثّل الدخل القومي الحقيقي مقسوماً على عدد السكان (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الدخل القومي الحقيقي (Real National Income)

يُمثّل الدخل القومي النقدي بالأسعار الجارية مقسوماً على الرقم القياسي للأسعار مضروباً بـ 100 (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الدخل القومي النقدي (Cash National Income)

يُمثّل الدخل القومي الحقيقي مضروباً بالرقم القياسي للأسعار (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الدخل المتاح (Disposable Income)

يُمثّل الدخل الشخصي مطروحاً منه الضرائب المباشرة (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الدخل الشخصي (Personal Income)

يُمثّل الدخل القومي مضافاً إليه مدفوعات الضمان الاجتماعي والمدفوعات التحويلية مطروحاً منه [التأمينات ومعاشات التقاعد + ضرائب أرباح الشركات + أرباح غير موزعة] (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الادخار المحلي (Domestic Savings)

يُمثّل الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري مطروحاً منه الاستهلاك الكلي (العام والخاص) (البنك المركزي الأردني، 2007).

الادخار القومي (National Savings)

يُمثّل الناتج القومي الإجمالي بسعر السوق الجاري مطروحاً منه الاستهلاك الكلي (البنك المركزي الأردني، 2007).

الادخار المتاح الصافي (Net Disposable Savings)

يُمثّل الدخل القومي المتاح مطروحاً منه الاستهلاك الكلي (البنك المركزي الأردني، 2007).

الإنفاق المحلي والأجنبي (Domestic and foreign spending)

يُمثّل مجموع إجمالي هذين الإنفاقين من حيث أحجام الإنفاق على المنتجات والخدمات المحليّة لأغراض الاستهلاك والاستثمار، وأحجام الإنفاق على المنتجات الأجنبيّة لأغراض الاستهلاك والاستثمار أي المستوردات السلعية. وبذلك فإن هذين الإنفاقين يُعدّان شريان الاقتصاد القومي حيث يدلّ ارتفاعهما على نمو معدل الدخل وتوجيه جزء كبير منها للاستثمارات في مختلف القطاعات الاقتصادية والمجالات (البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث نشرة شهر تموز 2008).

الرقم القياسي لسعر سلعة ما (Price Index, Acommodity)

يُمثّل السعر الجاري لهذه السلعة مقسوماً على سعر السلعة في سنة الأساس مضروباً بـ 100% (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الرقم القياسي للأسعار (Price Index)

يُمثّل كميات الأساس مضروباً في الأسعار الجارية مقسوماً على كميات الأساس مضروباً في أسعار سنة الأساس (عبد الحميد عبد المطلب، 2007).

الرقم القياسي لأسعار الأسهم (Share Price Index)

يقيس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق النظامي لبورصة عمان، مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات ويحتسب من قبل بورصة عمان (بورصة عمان، 2007).

الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية (Share Price Index Weighted By Market Capitalization)

يقيس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية، باعتماد 31 كانون الأوّل 1991 كسنة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة) تم تغييره لـ 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم

على أساس اختيار عينة مكونة من 70 شركة وقد تمّ اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولته، حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم (بورصة عمان، 2007).

الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحاً بالأسهم الحرة) Share Price Index Weighted By The (Market Value Of Tradable Free Floated Shares)

يقيس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، وذلك باعتماد 31 كانون الأول 1991 كسنة أساس (بورصة عمان، 2007).

القيمة السوقية للأسهم (Market Value Of Shares)

تمثل القيمة السوقية لرأسمال الشركات وتحتسب بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في سعر إغلاق آخر يوم تداول (بورصة عمان، 2007).

الأسهم الحرة (Tradable Free Floated Shares)

هي الأسهم المتاحة للتداول من قبل المستثمرين، وتمثل عدد الأسهم الكلي المدرج في البورصة مطروحاً منها الأسهم المملوكة من قبل كل من أعضاء مجلس الإدارة وأقربائهم والشركات الأم أو التابعة أو الحليفة والمساهمين الذين يملكون (5%) أو أكثر من رأسمال الشركة والحكومة والمؤسسات العامة والشركة المالكة للأسهم نفسها (بورصة عمان، 2007).

الملحق (ب)

التحليل الإحصائي للنماذج القياسية بطريقة (OLS) المربعات الصغرى
العادية

1. اختبار طريقة المربعات الصغرى (OLS) العادية للنموذج الأوّل (VSI).

Table No. (56)
اختبار (OLS) للنموذج الأوّل للفترة 1978-2007

Dependent Variable: LOG(VSI)				
Method: Least Squares				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PS)	-0.743091	0.804534	-0.923629	0.3649
LOG(NS)	0.127288	0.174317	0.730212	0.4723
LOG(GDP)	0.938188	0.921598	1.018001	0.3188
LOG(RE)	-0.407864	0.409388	-0.996277	0.3291
LOG(M1)	3.612512	0.718073	5.030843	0
LOG(TD)	-0.305074	0.920159	-0.331545	0.7431
R-squared	0.92362	Mean dependent var		11.75118
Adjusted R-squared	0.907708	S.D. dependent var		1.71425
S.E. of regression	0.520783	Akaike info criterion		1.70989
Sum squared resid	6.50916	Schwarz criterion		1.99013
Log likelihood	-19.64835	Durbin-Watson stat		1.457349

2. اختبار طريقة المربعات الصغرى (OLS) العادية للنموذج الثاني (NSI).

Table No. (57)
اختبار (OLS) للنموذج الثاني للفترة 1978-2007

Dependent Variable: LOG(NSI)				
Method: Least Squares				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(PS)	-2.139493	0.735543	-2.908727	0.0077
LOG(NS)	0.163533	0.159369	1.026133	0.3151
LOG(GDP)	-0.479327	0.842568	-0.568889	0.5747
LOG(RE)	0.253927	0.374282	0.678438	0.504
LOG(M1)	3.575424	0.656496	5.446226	0
LOG(TD)	-0.468205	0.841253	-0.556557	0.583
R-squared	0.934359	Mean dependent var		10.94499
Adjusted R-squared	0.920684	S.D. dependent var		1.6906
S.E. of regression	0.476124	Akaike info criterion		1.53058
Sum squared resid	5.440661	Schwarz criterion		1.81082
Log likelihood	-16.9587	Durbin-Watson stat		1.20435

الملحق (ج)

جداول متغيرات النماذج القياسية المقترحة

جدول (58)

JDm

متغيّرات النماذج القياسية للفترة (1978-2007)

السنة	عرض النقد الاسمي	إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي	سعر الصرف الحقيقي دينار/دولار %	الرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع الصناعة	الادخار المتاح الصافي	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	عدد الأسهم المتداولة لقطاع الصناعة	حجم تداول أسهم قطاع الصناعة
Year	(M1)	(TD)	(RE)	(PS)	(NS)	(GDP)	(NSI)	(VSI)
	JDm	*JDm	*	1000=1991	JDm	JDm	JDm	JDm
1978	0.376	0.962	4.2	42.3	0.114	0.796	0.0881	0.2889
1979	0.473	1.226	4.2	54.1	0.192	0.983	0.2001	0.6759
1980	0.595	1.426	4.3	61.9	0.301	1.165	0.51	1.7216
1981	0.702	1.885	4.0	79.7	0.422	1.449	1.3903	3.2066
1982	0.787	2.173	3.7	76.9	0.284	1.65	1.4705	4.1985
1983	0.869	2.292	3.5	56.2	0.23	1.787	1.3306	2.2532
1984	0.879	2.306	3.3	48.9	0.187	1.91	1.2385	1.6045
1985	0.848	2.313	3.3	47.5	0.048	1.971	0.9935	1.296
1986	0.897	2.38	3.7	47.3	0.188	2.241	1.5993	2.0981
1987	0.98	2.368	4.0	52.1	0.115	2.287	5.9293	9.3742
1988	1.182	2.266	3.6	58.6	0.198	2.35	6.4753	7.7793
1989	1.327	2.243	1.9	83.1	0.294	2.425	12.9718	24.0337
1990	1.433	2.742	1.5	73.1	0.0849	2.761	7.0968	16.0446
1991	1.6	2.868	1.4	100.0	0.123	2.958	8.0837	18.7084
1992	1.716	3.887	1.4	145.2	0.287	3.611	16.7159	53.0816
1993	1.73	4.303	1.4	154.2	0.604	3.884	11.6299	52.5176
1994	1.746	4.402	1.3	128.1	0.753	4.358	4.7778	20.9182
1995	1.746	4.461	1.4	130.0	0.941	4.715	5.0605	15.1814
1996	1.539	4.496	1.3	116.2	0.848	2.912	5.3333	11.1352
1997	1.643	5.204	1.3	115.5	0.779	5.138	4.6962	13.005
1998	1.626	5.265	1.2	76.9	0.624	5.61	9.2569	21.8799
1999	1.777	5.407	1.3	96.2	0.857	5.767	10.0311	20.2935
2000	2.026	5.67	1.3	75.2	0.698	5.989	9.935	10.1028
2001	2.12	5.846	1.2	91.7	0.624	6.339	9.9348	26.2935
2002	2.316	5.955	1.4	101.6	0.922	6.699	26.8605	47.1435
2003	2.92	6.121	1.1	148.1	0.966	7.056	46.5939	84.5797
2004	3.193	6.236	1.2	252.6	0.981	8.081	48.2644	105.0433
2005	4.062	6.304	1.1	290.3	1.021	9.013	66.3957	264.3791
2006	4.567	6.381	1.3	250.7	1.101	10.048	109.8768	169.748
2007	4.833	6.481	1.2	456.5	1.151	11.285	133.1807	191.0875
الوسط الهندسي			1.93%					

المصدر:

- البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث، التقرير السنوي، أعداد مختلفة 2002-2008.
- البنك المركزي الأردني، عدد خاص بمناسبة العيد الأربعين لتأسيس البنك المركزي، 2003.
- بورصة عمان، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

- تم حساب متغيّر سعر الصرف الحقيقي من قبل الباحث.

- تم حساب متغيّر إجمالي حجم الإنفاق المحلي والأجنبي من قبل الباحث.

- تم حساب الوسط الهندسي من قبل الباحث. الوسط الهندسي (The Geometric Mean) لمجموعة من القيم = الجذر النوني (الحاصل ضرب القيم)

$$GM = \sqrt[n]{y_1 y_2 y_3 \dots y_n}$$

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Department of Economics



Determinants of Investment Demand in the Shares of the Jordanian Industrial Sector during the Period (2007_1978)

**An Empirical Study Applied
In the Amman Stock Exchange Securities**

**Prepare students
Eyad Khalid Al-Majali Shlash**

Sponsored by:

Dr. Rania Droubi
Professor of economics at
The University of Damascus

Dr. Abdullah Al-Jayousi
Professor of econometrics at
The University of Zaytuna, Jordan

Damascus: $\frac{1432-1433}{2011-2012}$