

أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي في الاردن دراسة قياسية (1980-2015)

The Impact of Financial Deepening on Economic Growth in Jordan: Econometric Study (1980-2015)

أحمد عبدالخالق أحمد جبجي¹، أ. د. أحمد إبراهيم ملاوي²

1: باحث اقتصادي - الأردن

2: - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة اليرموك - الأردن ahmad.malawi@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 22 آب 2017 تاريخ القبول: 25 تشرين الثاني 2017 تاريخ النشر: 15 كانون الاول 2017

الملخص هدفت هذه الدراسة إلى إستقصاء أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية (1980-2015). ولبیان هذا الاثر إعتمدت الدراسة على نموذج قياسي متعدد المتغيرات يستند إلى نموذج الأنحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة، وتحليل التكامل المشترك من خلال إستخدام إختبار الحدود بين متغيرات الدراسة. كما إستخدمت الدراسة إختبار فيليبس بيرون من أجل إختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة. توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتعميق المالي على النمو الاقتصادي الاردني من خلال: مؤشر عرض النقد بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، بينما بينت الدراسة وجود أثر سلبي للتعميق المالي: الممثل بالأصول البنكية، ومؤشر صافي هامش سعر الفائدة، والائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص والأصول المصرفية.

وبناء على ذلك، وأوصت الدراسة ضرورة رفع مساهمة القطاع المصرفي في العملية الإنتاجية ورفع معدلات النمو الاقتصادي وذلك من خلال زيادة نسبة عرض النقد، وتقليل نسبة الفائدة المترتبة على القروض مما يؤدي الى تشجيع أصحاب الاستثمار للحصول على الائتمان المصرفي من أجل الحصول على التمويل اللازم للاستثمار المحلي أو الاجنبي، بالإضافة الى ضرورة توجيه الائتمان المصرفي للقطاعات الإنتاجية.

الكلمات المفتاحية: التعميق المالي، النمو الاقتصادي، طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة، الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص، الاقتصاد الأردني.

Abstract This study aimed to investigate the effect of financial deepening on the economic growth for the case of Jordan during the period of 1980-2016. To this end, the study used multiple econometric model based on Autoregressive Distribution Lag approach (ARDL) and co-integration analysis among the variables based on annual data. Philips-Perron (PP) test have been utilized for stationary test.

The study results show that there is positive and significant effects between the financial deepening and economic growth when the amount of broad money supply/gross domestic product is used as proxy of financial deepening, and there are negative and significant effects between financial deepening indicators were captured by interest rate spread, credit to the private sector, and negative insignificant effects between commercial –central bank assets and economic growth

Based on the obtained results the study recommended to develop the role of financial sectors to increase the degree of financial deepening in the Jordanian economy, and directing the bank credit to the highly productive sectors, and reconsidering the interest rates on deposits and loans to increase the financial deepening degree in the Jordanian economy.

Keywords: Financial deepening, Economic growth, Credit to the Private Sector, ARDL, Jordanian economy

المقدمة

الاقتصادي الذي بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على الموارد والخدمات المالية، بينما توصلت بعض الدراسات التجريبية مثل دراسة (Demetriades and Hussien, 1996)، ودراسة (Patrick, 1966) التي ترى بأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة درجة التعميق المالي.

ولأن الأردن يعاني من مشاكل اقتصادية عديدة كالقفر والبطالة والعجز المتزايد في الموازنة العامة وبحاجة ماسة لزيادة معدلات النمو الاقتصادي بالإضافة إلى قلة الموارد الاقتصادية وتدني إنتاجية القطاعات الاقتصادية المكونة للاقتصاد الأردني بإستثناء القطاع المالي والتي بلغت مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي حوالي 20% في عام 2016. فقد ظهرت هذه الدراسة من أجل إستقصاء أثر التعميق المالي في عملية تحفيز النمو الاقتصادي الأردني خلال الفترة (1980-2015).

أهمية الدراسة

تظهر أهمية الدراسة من حيث تناولها لموضوع معاصر وقييد الدراسة وطالما كان موضوع جدل ونقاش من قبل العديد من الباحثين والمهتمين، وتأتي أهمية الدراسة من خلال التعرف على الدور الذي يلعبه التعميق المالي في النمو الاقتصادي الاردني. كما يمكن حصر أهمية الدراسة في النقاط التالية:

1. إلقاء الضوء على دور القطاع المالي ومدى مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي الاردني
2. التعرف على مدى تطور موجودات القطاع المصرفي، والائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص، وصافي هامش سعر الفائدة، ونسبة عرض النقد بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة.

يعتبر النمو الاقتصادي من أهم الأهداف التي تسعى إليها الدول وتتطلع الشعوب إلى تحقيقه من أجل تحقيق مستوى معيشة لائق تتوفر فيه كافة متطلبات الحياة، حيث يعرف النمو الاقتصادي بأنه عملية زيادة الدخل القومي الحقيقي للنظام الاقتصادي السائد في بلد ما خلال فترة زمنية معينة. ومن أجل تحقيق النمو الاقتصادي لا بد من توفر مجموعة من المقومات أهمها قطاع مالي متطور والذي بدوره يعمل على حشد وتوفير مصادر التمويل المحلية والأجنبية اللازمة لتنفيذ الخطط التنموية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية متوسطة وطويلة المدى، وتخفيض تكلفة المعاملات والمعلومات، وتقليل مخاطر التداول وتنويعها وتغطيتها، والسماح بتبادل السلع والخدمات المالية. فتطور هذا القطاع وزيادة درجة العمق المالي في كافة مؤسساته والأسواق التابعة له كالمسوق المالي وأنظمتها المصرفية تؤدي إلى تحقيق التقارب الاقتصادي من إقتصاد نامي إلى إقتصاد متقدم، كما يعتبر شكلاً من أشكال العولمة المالية التي تتمثل في تحرير الأنشطة المالية والأندماج في الأسواق والمؤسسات المالية العالمية مما يؤثر على اقتصادات الدول وعلى الأخص النامية منها. ويسعى الأردن إلى الدخول في الاسواق العالمية ويتضح ذلك من خلال الجهود المبذولة في برنامج التحرير المالي الذي يستهدف تطور القطاع المالي وزيادة درجة التعميق المالي وبرنامج التصحيح الاقتصادي الذي يستهدف رفع معدلات النمو الاقتصادي.

مشكلة الدراسة

ظهرت وجهات نظر مختلفة حول العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي على مر السنين، فمثلاً ترى نظرية قيادة العرض (Supply-leading hypothesis) بأن التعميق المالي يساهم في النمو

3. إبراز دور سوق رأس المال الاردني في الاقتصاد الاردني.

4. تحديد أثر موجودات القطاع المصرفي، والأئتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص، وصافي احدثا النمو الاقتصادي وذلك من خلال نظام مالي متطور هامش سعر الفائدة، ونسبة عرض النقد بالمفهوم قادر على تعبئة الموارد المالية والادخارات، وتقليل تكلفة الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، العمالعمليات المالية والمعلومات، وإدارة المخاطر، وزيادة حجم ومعدل دوران الاسهم، وحجم التداول في سوق الاستلاستثمارات، وتعزيز كفاءة تراكم رأس المال، ونقل الموارد رأس المال الاردني على النمو الاقتصادي المال المالية من القطاعات التقليدية بطيئة النمو إلى قطاعات حديثة الاردني.

5. التعرف على دور التدفقات المالية الاجنبية في مفي مثل هذه القطاعات الحديثة. كتحويلات العاملين، والاستثمار الاجنبي المباشر، والمساعدات الخارجية في الاقتصاد الاردني.

هدف الدراسة

ويتعتبر (Mckinnon, 1973) أن العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي تعتمد بشكل أساسي على التكامل ما بين رأس المال المادي الذي يعبر عنه بـ

(بكمية السلع أو حجم الانشطة الاقتصادية) والمال (النقود)، وأن الاستثمار لا يمكن أن يتحقق إلا من خلال تعبئة المدخرات على شكل ودائع مصرفية. أما (Shaw, 1973) الذي فسّر أهمية ودور البنوك التجارية والتوسع في نشاطاتها كوسائط مالية تعمل على زيادة معدلات الأستثمار من خلال زيادة معدلات الأذخار. كما

تعتبر دراستي كل من (Mckinnon, 1973; Shaw,)

(1973) من الدراسات الأولى التي أهتمت في تفسير العلاقة ما بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي، حيث وجداً أن أية تشويه أو قيود تفرضها الحكومة على القطاع المصرفي من خلال أسعار فائدة مقيدة أو حجم الاحتياطي القانوني المرتفع أو التحيز لبعض برامج الائتمان على سبيل المثال، تؤدي إلى تقييد كمية وإنتاجية الأستثمارات

مما يؤدي إلى تقييد النمو الاقتصادي (Schumpeter 1911; Mckinnon 1973; Shaw 1973; Fry 1988; Greenwood & Jovanovic, 1990).

وبسبب التدابير التي تمارسها الحكومة على القطاع المصرفي والتي قد تؤدي إلى نقص في كمية المدخرات

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى إستقصاء أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة الزمنية (1980-2015) بإستخدام بيانات سنوية.

فرضية الدراسة

ركزت هذه الدراسة على الفرضية الرئيسية التالية:

- يؤثر التعميق المالي إيجابياً على النمو الاقتصادي في الأردن.

الاطار النظري والدراسات السابقة

أولاً: الإطار النظري

يؤثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي من خلال قنوات عدة يمكن تلخيصها من خلال الفرضيات التالية:

1988) بأنه في أحسن الأحوال يلعب التعميق المالي دوراً ثانوياً في النمو الاقتصادي، كما تجاهل (Stern, 1989) دور التنمية المالية في عملية النمو الاقتصادي. قدمت هذه الفرضية تفسيراً نهائياً لتحليل العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي بأن كل من التعميق المالي والنمو الاقتصادي مستقلان عن بعضهما البعض.

ثانياً: الدراسات السابقة

تعتبر إسهامات كل من (Goldsmith, 1969)، و(1973) McKinnon، و(1973) Shaw من المساهمات الرائدة في دراسة العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي والتي دفعت العديد من الباحثين في علم الاقتصاد إلى الاهتمام بهذه العلاقة. كما إن هناك العديد من الدراسات التي بحثت أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي والتي اختلفت نتائجها من حيث اتجاه العلاقة السببية. ويرى كل من (Schumpeter, 1934; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; King and Levine, 1993) بأن التمويل عنصر حيوياً للنمو الاقتصادي. بينما يرى كل من (Robinson, 1952; Lucas, 1988) بأن التمويل يعتبر عاملاً ثانوياً للنمو الاقتصادي.

وقد جاءت دراسة (Choong et al., 2005) بهدف إستقصاء العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة الزمنية (2000-1978). إعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الأبطاء الموزعة وإختبار الحدود للتكامل المشترك ((Autoregressive Distributed Lag (ARDL)). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تطور حجم سوق الأسهم والنمو الاقتصادي عند مستوى 1%، وعلاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم السيولة في سوق الأسهم والنمو الاقتصادي عند مستوى 5%. كما أشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة قوية

مما ينعكس سلباً على النمو الاقتصادي. ويعتبر (Spellman, 1982) وجود نظام مالي متقدم ومرافق لأدوات مالية وسيطة متطورة، يؤدي إلى آثار مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد تنعكس في إنتقال منحى إمكانيات الإنتاج إلى اليمين بسبب التغير في حجم الموارد الكلية أو التحسن في إستغلال تلك الموارد.

فرضية تبعية الطلب (Demand-Following Hypothesis)

تنص فرضية تبعية الطلب على أن تطور الاسواق المالية هي مجرد ردة فعل متأخرة للنمو الاقتصادي، فالنمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية وهذا بدوره يؤدي إلى إدخال مؤسسات مالية جديدة ونشوء أسواق مالية لتلبية هذا الطلب المتزايد على الخدمات المالية، وتفسر هذه الفرضية الدور الثانوي الذي يلعبه التعميق المالي في عملية النمو الاقتصادي الذي يؤدي إلى التعميق المالي وليس العكس (Robinson 1952; Patrick 1966; Demetriades and Hussien 1996).

فرضية العلاقة السببية ذات الاتجاهين (Bidirectional

Causality Hypothesis)

تنص هذه الفرضية على أن التعميق المالي والنمو الاقتصادي يرتبطان بعلاقة مشتركة فيما بينهما، فالتعميق المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي والنمو الاقتصادي يقود إلى التعميق المالي، أي يوجد علاقة سببية ثنائية الإتجاه وهي فرضية قائمة على توحيد كل من فرضية قيادة العرض وفرضية تبعية الطلبي فرضية واحدة (Goldsmith 1969; Greenwood 1969; Jovanovic 1990; Saint, 1992).

الفرضية المستقلة (The Independent Hypothesis)

تقتضى هذه الفرضية بأن كل من التعميق المالي والنمو الاقتصادي مستقلان سببياً، وقد بين (Lucas,)

(OLS) (Square) . وأشارت نتائج الدراسة إلى أن مستوى التعميق المالي في نيجيريا ضعيف ومنخفض، كما أشارت إلى إن معدل التضخم ومستوى الائتمان الممنوح للقطاع الخاص غير كافيان لزيادة النمو الاقتصادي في نيجيريا.

وفي دراسة (Karahan&Yilgor, 2011) التي هدفت إلى البحث في العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في تركيا خلال الفترة الزمنية (1980-2010). تم الاعتماد على نموذج متجه الانحدار الذاتي ((Vector Autoregression (VAR) كمنهجية للدراسة، وتوصلت الدراسة من خلال التحليل القياسي إلى وجود علاقة سببية بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وأشارت نتائج الدراسة إلى طبيعة هذه العلاقة بانها علاقة تبادلية حيث أن التعميق المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي وأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى التعميق المالي.

وفي دراسة (Onwumere et al., 2012) التي هدفت إلى إستقصاء أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي في نيجيريا للفترة الزمنية (1992-2008). تم بناء نموذج خطي للانحدار يربط بين متغيرات الدراسة، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل دوران عرض النقد ونسبة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم من ناحية والنمو الاقتصادي من ناحية اخرى، كما أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى أن كل من نسبة الودائع تحت الطلب إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقيمة الأسهم المدرجة في سوق الأسهم لم تقدم تفسيراً واضحاً في التأثير على النمو الاقتصادي.

أما دراسة (Bakang, 2015) فقد هدفت إلى البحث في العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في كينيا للفترة الزمنية (2000-2013). وقد تم تحليل البيانات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ

وإيجابية ذات دلالة إحصائية بين المؤشر المالي (معدل الخصم) والنمو الاقتصادي على المدى الطويل.

وفي دراسة (Mihalca, 2007) التي هدفت إلى إستقصاء العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي في رومانيا خلال الفترة الزمنية (1990-2006). إعتمدت الدراسة على نموذج خطي للانحدار لربط متغيرات الدراسة. وتم تحليل البيانات بالاعتماد على سلسلتين زمنيتين مختلفتين، ففي المرحلة الأولى المتمثلة بالفترة الزمنية (1990-2005) توصلت نتائج الإختبار إلى عدم وجود علاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. أما في الفترة الزمنية (1995-2006) فتوصلت نتائج الإختبار إلى وجود علاقة عكسية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

أما دراسة (Ang, 2007) فقد هدفت إلى البحث في العلاقة بين التعميق المالي والتنمية الاقتصادية في ماليزيا للفترة الزمنية (1960-2003). بإستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة بإستخدام أسلوب إختبار الحدود للتكامل المشترك ((Autoregressive Distributed Lag (ARDL)، ونموذج تصحيح الخطأ (ECM). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، وعدم وجود تأثير للتعميق المالي في النمو الاقتصادي على المدى القصير. كما أشارت الدراسة إلى أن تحسين النظام المالي يساهم في زيادة النمو الاقتصادي.

فيما كان الهدف من دراسة (Okereke&Nzotta, 2009) البحث في العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في نيجيريا للفترة الزمنية (1986-2007). حيث تم الاعتماد على نموذج خطي يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least

لفترات الابطاء الموزعة بأسلوب اختبار الحدود للتكامل المشترك (Autoregressive Distributed Lag (ARDL)). أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التعميق المالي من خلال المؤشرات التالية (نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، ونسبة إجمالي الودائع البنكية إلى الناتج المحلي الإجمالي) والنمو الاقتصادي، كما أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المساعدات الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي والنمو الاقتصادي، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضاً وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التعميق المالي من خلال مؤشر عرض النقد الموسع (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

وفي دراسة (Osei-Fosu et al., 2017) التي هدفت إلى دراسة أثر التعميق المالي والتحرر المالي على النمو الاقتصادي في غانا للفترة الزمنية (1970-2014)، حيث اعتمدت الدراسة على طريقة المربعات الصغرى الديناميكية (Dynamic Ordinary Least Square (DOLS)) من أجل قياس اثر التعميق المالي والتحرر المالي على الاستثمار المحلي في غانا. أشارت نتائج الدراسة الى ان الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي يؤثر سلبياً على الادخار المحلي على المدى الطويل، كما اشارت نتائج الدراسة ايضاً الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بيت عرض النقد بالمفهوم الواسع على الادخار المحلي.

الدراسات العربية والمحلية

أما فيما يتعلق بالدراسات العربية التي بحثت في هذا الموضوع، فقد جاءت دراسة (القدير، 2004) التي كان الهدف منها دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للفترة الزمنية

(ErrorCorrection Model (ECM)). حيث توصلت الدراسة إلى إن القطاع المصرفي في كينيا يلعب دوراً مهماً في النمو الاقتصادي، كما أشارت نتائج التحليل القياسي بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي.

وهناك أيضاً دراسة (Ghildiyal et al., 2015) التي هدفت إلى إستقصاء أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي في الهند للفترة الزمنية (2013-1990). استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة واختبار الحدود للتكامل المشترك (Autoregressive Distributed Lag (ARDL)) ونموذج تصحيح الخطأ (ErrorCorection Model (ECM)) من أجل تحليل البيانات. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنه بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل، كما توصلت إلى أن التعميق المالي يسبب النمو الاقتصادي في المديين القصير والطويل.

أما بالنسبة لدراسة (Yao et al., 2015) التي هدفت إلى التعرف على أثر التعميق المالي وإرتفاع الاسعار على النمو الاقتصادي في الصين للفترة الزمنية (2011-1994). اعتمدت الدراسة على طريقة العزوم المعممة (Generalized Method of Moments (GMM)) من أجل تحليل البيانات. أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة تفاعلية تبادلية ومنتظمة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، وعدم وجود تأثير للتعميق المالي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

أما دراسة (Ganic et al., 2016) فقد هدفت إلى البحث في العلاقة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي في البوسنة والهرسك للفترة الزمنية (2014-2006). اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي

أثر للتصحيح الاقتصادي والتحرر المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

وهناك أيضاً دراسة (يوسف، 2011) التي هدفت الى البحث في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الاردن خلال الفترة الزمنية (2009-1980). حيث تمثلت متغيرات الدراسة بالمتغير التابع معدل النمو في دخل الفرد الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة بكل من نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي. تم تحليل البيانات من خلال استخدام نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model (ECM)). حيث اشارت نتائج الدراسة إلى أن هنالك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الأردن.

أما دراسة (كنزا وصلاح الدين، 2016) التي هدفت إلى اختبار أثر التطور في القطاع المالي على النمو الاقتصادي من خلال إبراز دور الوساطة المالية في النشاط الاقتصادي في (11) دولة من دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا خلال الفترة (1980-2012)، أعتمدت الدراسة على 3 متغيرات لقياس ما مدى تطور القطاع المالي في هذه الدول تمثلت بـ القروض الموجهة إلى القطاع الخاص، عرض النقد بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، ومجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي، كما استخدمت معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي كمتثل للنمو الاقتصادي. اعتمدت الدراسة على نموذج بانل ديناميكي مبني على نموذج تصحيح الخطأ بإستعمال طريقة وسط المجموعة المدمجة، ووسط المجموعة، والاثر الثابت الديناميكي في التقدير. أشارت نتائج الدراسة الى ان الوساطة المالية لها

(1970-2001). من خلال الاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model (ECM)). حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، كما أشارت النتائج أيضاً إلى وجود علاقة سببية ذات إتجاهين بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير.

أما بالنسبة لدراسة (القصراوي، 2009) التي كان الهدف منها دراسة العلاقة بين التطور المالي من خلال تطور سوق عمان المالي والنمو الاقتصادي في الأردن للفترة الزمنية (1978-2007). وبإستخدام نموذج تقدير الانحدار الخطي المتعدد، أشارت نتائج الدراسة إلى أن حجم التداول للأسهم له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، كما اشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي في الأردن. كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية ذات إتجاه واحد من حجم التداول إلى عرض النقد، وعلاقة سببية ذات إتجاهين بين عرض النقد والنمو الاقتصادي، ووجود علاقة سببية ذات إتجاه واحد من حجم القيمة السوقية إلى التكوين الرأسمالي الإجمالي، وعلاقة سببية ذات إتجاهين بين التكوين الرأسمالي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

وعن دراسة (الهمشري، 2010) التي هدفت إلى إستقصاء أثر التطور المالي والاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو الاقتصادي في الاردن خلال الفترة الزمنية (1980-2010). حيث تم تحليل بيانات الدراسة بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Square (OLS)). أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لكل من الائتمان الممنوح للقطاع الخاص والانفاق الحكومي على النمو الاقتصادي في الأردن. كما أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى أن هناك

الممنوح للقطاع الخاص من قبل القطاع المصرفي باستثناء الائتمان الممنوح للحكومة والمؤسسات الحكومية المستقلة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية.

Credit to Private Sector= CPS/RGDP

• **الأصول البنكية:** نسبة إجمالي أصول البنوك التجارية إلى إجمالي أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي.

CCBAS=CBA/(CBA+CeBA)

• **صافي هامش سعر الفائدة (Interest Rate Spread(IRS)):** الفرق بين سعر الفائدة التي يحصل عليه القطاع المالي على القروض الممنوحة للعملاء وسعر الفائدة الذي يدفعه القطاع المالي لأصحاب الودائع (ودائع تحت الطلب، وودائع لأجل).

• **IRS =lending rate-deposit rate**

• **حجم التداول (Volume of Trade(VOT)):** يعرف بأنه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق بالأسعار الثابتة (مليون دينار أردني) خلال مدة معينة إلى الناتج المحلي الاجمالي، ويعكس هذا المؤشر قوة السوق المالي في بلد ما.

VOT=VOT/GDP

• **معدل دوران السهم (Turnover Ratio):** وهو عبارة عن عدد الأسهم المتداولة مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة خلال فترة معينة (مرة)، وكلما زاد الطلب على السهم وقابليته للتداول وبيعه كلما ارتفع معدل دوران السهم.

• **الاستثمار الأجنبي المباشر (Forgien Direct Investment (FDI)):** وهو القيمة السوقية بالأسعار الثابتة (مليون دينار) لصافي تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية الموجهة لامتلاك الأصول الانتاجية في الاقتصاد المحلي.

MTR=M2/RGDP

• **نسبة السيولة (Monetization Ratio (MTR)):** نسبة عرض النقد بالمفهوم الواسع (كمية النقود بالأسعار الثابتة (مليون دينار أردني) المتداولة في الاقتصاد سواءً أكانت جارية من نقد متداول أو حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب أو حسابات التوفير وودائع لأجل) إلى الناتج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية.

• **الائتمان الممنوح للقطاع الخاص (Credit to Private Sector(CPS)):** نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص من قبل القطاع المصرفي باستثناء الائتمان الممنوح للحكومة والمؤسسات الحكومية المستقلة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية.

• **صافي هامش سعر الفائدة (Interest Rate Spread(IRS)):** الفرق بين سعر الفائدة التي يحصل عليه القطاع المالي على القروض الممنوحة للعملاء وسعر الفائدة الذي يدفعه القطاع المالي لأصحاب الودائع (ودائع تحت الطلب، وودائع لأجل).

• **الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Real Gross Domestic Product (RDGP)):** وهو مجموع القيم النقدية بأسعار سنة الأساس للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل بلد ما خلال فترة زمنية معينة وغالباً ما تكون سنة. حيث يعتبر مؤشراً اقتصادياً هاماً يقيس المستوى الاقتصادي (النمو الاقتصادي) لبلد ما.

• **Real GDP= Nominal GDP/ GDP Deflator**

تأثير سالب في الاجل القصير والطويل على اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا.

الجانب التطبيقي:

إن تحليل السلاسل الزمنية له أهمية كبيرة لما يقدمه من معلومات حول العناصر الأساسية التي تتميز بها ظاهرة ما عبر الزمن. فمن خلال المتابعة للتطور العام للسلاسل الزمنية يمكننا بصورة جيدة من التنبؤ بكيفية تطورها مستقبلاً، كما يساعدنا في تحديد مختلف العوامل المؤثرة فيها. لذلك جاءت النماذج الاقتصادية القياسية من أجل دراسة السلاسل الزمنية والتنبؤ بالمتغيرات والعوامل التي تؤثر عليها في مختلف المجالات الاقتصادية.

متغيرات الدراسة

المتغير التابع

الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Real Gross Domestic Product (RDGP)) وهو مجموع القيم النقدية بأسعار سنة الأساس للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل بلد ما خلال فترة زمنية معينة وغالباً ما تكون سنة. حيث يعتبر مؤشراً اقتصادياً هاماً يقيس المستوى الاقتصادي (النمو الاقتصادي) لبلد ما.

Real GDP= Nominal GDP/ GDP Deflator

المتغيرات المستقلة

• **نسبة السيولة (Monetization Ratio (MTR)):** نسبة عرض النقد بالمفهوم الواسع (كمية النقود بالأسعار الثابتة (مليون دينار أردني) المتداولة في الاقتصاد سواءً أكانت جارية من نقد متداول أو حسابات جارية أو ودائع تحت الطلب أو حسابات التوفير وودائع لأجل) إلى الناتج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية.

• **الائتمان الممنوح للقطاع الخاص (Credit to Private Sector(CPS)):** نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص من قبل القطاع المصرفي باستثناء الائتمان الممنوح للحكومة والمؤسسات الحكومية المستقلة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية.

MTR=M2/RGDP

• **صافي هامش سعر الفائدة (Interest Rate Spread(IRS)):** الفرق بين سعر الفائدة التي يحصل عليه القطاع المالي على القروض الممنوحة للعملاء وسعر الفائدة الذي يدفعه القطاع المالي لأصحاب الودائع (ودائع تحت الطلب، وودائع لأجل).

• **الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Real Gross Domestic Product (RDGP)):** وهو مجموع القيم النقدية بأسعار سنة الأساس للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل بلد ما خلال فترة زمنية معينة وغالباً ما تكون سنة. حيث يعتبر مؤشراً اقتصادياً هاماً يقيس المستوى الاقتصادي (النمو الاقتصادي) لبلد ما.

كما تم الإعتماد المتغيرات الضابطة التالية وهي (معدل سرعة دوران السهم، وقيمة التداول الى الناتج المحلي الأجمالي الحقيقي، وقيمة حوالات العاملين في الخارج، والمساعدات الخارجية، والاستثمار الأجنبي المباشر).

• تم الاعتماد على النموذج القياسي التالي وذلك لأغراض التحليل القياسي:

$$RGDP = \alpha_0 + \alpha_1 MTR + \alpha_2 IRS + \alpha_3 CPS + \alpha_4 CCBAS + \alpha_5 TOR + \alpha_6 VOT + \alpha_7 REM + \alpha_8 AID + \alpha_9 FDI + ut$$

حيث:

المحلي الناتج	Real Gross	RGDP
الاجمالي الحقيقي	Domestic Product	
نسبة السيولة	Monetization Ratio	MTR
صافي هامش سعر الفائدة	Interest rate spread	IRS
الائتمان الممنوح	Credit to Private	CPS
القطاع الخاص	Sector	
البنوك التجارية والبنك المركزي	Commercial, Central Bank Assets	CCBAS
حجم التداول	Volume of Trade	VOT
معدل دوران السهم	Turnover Ratio	TOR
تحويلات العاملين في الخارج	Remittances	REM
المساعدات الخارجية	Foreign Aid	AID
الاستثمار الاجنبي المباشر	Foreign Direct Investment	FDI

تم استخدام نموذجاً مشابهاً لهذا النموذج في كل من دراسة (Choong et al., 2005) ودراسة (Okereke and Nazotta, 2009) ودراسة (Ganic et al., 2016)، بالإضافة الى دراسة (Onwumere et al., 2012).

• المساعدات الخارجية (Aids): قيمة المساعدات

المالية المتدفقة من الخارج إلى اقتصاد بلد ما.

• تحويلات العاملين في الخارج (Remittances)

تعرف تحويلات العاملين وفق دليل ميزان المدفوعات (الطبعة الخامسة) لصندوق النقد الدولي على أساس أنها تحويلات جارية خاصة أنها تضم السلع والأصول المالية من مهاجرين و/أو عاملين مقيمين خارج الدولة لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص (عادة أفراد أسرهم) في دولهم الأصل.

لأغراض هذه الدراسة، وبالاعتماد على النظرية

الاقتصادية والدراسات السابقة كدراسة (Choong et al., 2005)، ودراسة (Okereke and Nzota, 2009)، بالإضافة إلى دراسة (Giang et al, 2016) تم الاعتماد على النموذج القياسي التالي:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \dots + \alpha_n X_n + \varepsilon$$

حيث: Y: يمثل المتغير التابع، X_i المتغير المستقل،

α_i: المعلمات التي يتم تقديرها، α₀: المقطع الثابت، ε: حد الخطأ العشوائي

تم تمثيل التعميق المالي كمتغير مستقل في هذه الدراسة من خلال المؤشرات التالية وهي (نسبة السيولة النقدية الى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وصافي هامش سعر الفائدة، ونسبة الأئتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونسبة أصول البنوك التجارية إلى نسبة أصول البنوك التجارية بالإضافة الى أصول البنك المركزي).

وقد تم الإعتماد على قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغير يمثل النمو الاقتصادي كمتغير تابع.

إختبار التكامل المشترك (Co-Integration Test)

يعتبر تحليل التكامل الذي تم تقديمه من قبل إنجل-كرينجر (Engel and Granger, 1987) دافعاً للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار إحصائي. فمن منظور إقتصادي فإن بعض المتغيرات الاقتصادية تتحرك بتناغم وإتساق بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعتبر إحدى الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات على المدى الطويل، فضلاً عن ذلك فإنه يساعد في تحديد مستوى التناغم أو الإتساق بين البيانات الغير ساكنة أذ ما أخذت كل على حده ولكنها تكون ساكنة كمجموعة. ومثل هذه العلاقة طويلة الاجل بين مجموعة المتغيرات تعد مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع (الاستجابة) بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة (التوضيحية).

وهناك عدة طرق لإختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (أي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات) ومنها:

- إختبار إنجل وجرينجر (Engel and Granger, 1987)

يستعمل هذا الإختبار في النماذج المكونة من متغيرين فقط ويكون أحدهما تابع والآخر مستقل.

- أختبار جوهانسن (Johansen, 1988-1991) واختبار جوهانسن وجوسيلوس (Johansen and Juselius, 1990)، حيث يستعمل هذين الإختبارين في حالة النماذج متعددة المتغيرات (متغيرين أو أكثر).

إختبار كوزم للاستقرارية (CUSUM and CUSUM of Squares for Stability Tests)

حيث تم أخذ المتغيرات بالصيغة اللوغاريتمية بإستثناء متغير الأستثمار الأجنبي المباشر لوجود قيم سالبة في بياناته، وبذلك يكون النموذج المستخدم شبه لوغاريتمي (Semi-Log) كما يلي:

$$\text{LogRGDP} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{logMTR} + \alpha_2 \text{logIRS} + \alpha_3 \text{logCPS} + \alpha_4 \text{logCCBAS} + \alpha_5 \text{logTOR} + \alpha_6 \text{logVOT} + \alpha_7 \text{logREM} + \alpha_8 \text{logAID} + \alpha_9 \text{FDI} + \text{ut}$$

الإختبارات الإحصائية الأولية

من أجل إجراء التحليل القياسي لابد من إجراء بعض الإختبارات التشخيصية الأولية التي قد تساعد في إختيار النموذج القياسي المناسب. ومن أهم هذه الإختبارات، إختبار جذر الوحدة للسكون، وإختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، بالإضافة إلى إختبار التكامل المشترك.

إختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

تكم أهمية هذا الإختبار في التأكد من سكون السلاسل الزمنية ودرجة تكاملها، وقد أوضحت الدراسات أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم السكون وذلك لاحتوائها على جذر الوحدة. ويعني وجود جذر الوحدة في أي سلسلة زمنية أن متوسط وتباين السلسلة الزمنية غير ثابتان وأن التباين المشترك يعتمد على فرق الزمن. ويؤدي افتراض سكون السلاسل الزمنية التي تحتوي فعلاً على جذر وحدة في النماذج القياسية إلى الحصول على قيم مرتفعة لكل من قيم (t, F) ولمعامل الانحدار (R²)، بالإضافة إلى وجود إرتباط زائف بين المتغيرات ومشاكل في التحليل والإستدلال القياسي (القدر، 2005). ومن أهم هذه الإختبارات وأكثرها انتشاراً إختبار فيليبس-بيرون (Phillips-Perron (PP) الذي يختبر الفرضية العدمية (H₀) المتضمنة وجود جذر الوحدة أي عدم سكون السلسلة الزمنية.

المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	3.510867	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	5.732019	CCBAS
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.167663	FDI
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	5.208742	
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	3.830008	log AID
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	6.838793	
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.426696	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	7.491722	REM
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.176227	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	4.901337	TOR
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	1.784720	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	5.066730	VOT

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على

نتائج منهجية Eviews

تشير نتائج اختبار فيليبس- بيرون الظاهرة في الجدول (1) إلى أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة في المستوى ، في حين أنها أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول وعند مستوى معنوية 1% عدا السلسلة الزمنية لمتغير صافي هامش سعر الفائدة

عند تقدير النماذج القياسية تدعو الحاجة لإستقصاء فيما إذا كانت هذه النماذج تظهر تغيراً هيكلياً في سلوكها عبر الزمن أم لا، ولذلك يعد اختباري كوزم (CUSUM) و(CUSUM of Squares) للاستقرارية من أكثر الإختبارات شيوعاً في هذا المجال.

نتائج التحليل القياسي:

اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية
:(Phillips-Perron (PP)):

يهدف الى إستقصاء سكون متغيرات الدراسة، حيث تم إستخدام إختبار جذر الوحدة (فيليبس- بيرون)، وكانت النتائج كالتالي:

الجدول (1): نتائج إختبار جذر الوحدة (فيليبس-

بيرون (PP))

النتيجة	القيم الجدولية عند مستويات المعنوية			قيمة t المعسوبة	المتغير
	10%	5%	1%		
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	1.904070	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	5.008471	RGDP
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.231833	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	6.970558	MTR
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.568663	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	3.781511	IRS
المستوى	3.20469 9	3.54428 4	4.24364 4	2.555913	log
الفرق الاول	3.20709 4	3.54849 0	4.25287 9	7.289762	CPS

(2) ومن الجدول (ARDL(1,2,1,2,2,1,1,2,2,2)) يمكن كتابة العلاقة التوازنية في المدى الطويل كالآتي:

$$\text{Log (RGDP)} = 2.679324 + 1.061643 \text{ log (MTR)} - 0.091817 \text{ log (IRS)} - 1.190602 \text{ log (CPS)} - 0.633387 \text{ log (CCBAS)} + 0.726202 \text{ log (TOR)} - 0.708921 \text{ log (VOT)} + 0.903335 \text{ log (REM)} - 0.210165 \text{ log (AID)} + 0.000276 \text{ FDI}$$

تشير النتائج الظاهرة في الجدول (2) إرتفاع قيمة معامل تحديد الإنحدار (R^2) حيث بلغت 0.9999، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 99.9% من التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كما تشير النتائج إلى أن جميع معاملات المتغيرات المفسرة مقبولة إحصائياً ما عدا معامل موجودات البنوك ومعامل المساعدات الخارجية فهي غير مقبولة إحصائياً على مستوى 10%.

بما أن النموذج إعتد على الصيغة شبه اللوغاريتمية للمتغيرات المفسرة، فإن المعاملات المقدرة تمثل المرونات طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، فقد أظهرت النتائج أن مرونة نسبة السيولة موجبة، حيث أن زيادة نسبة السيولة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (1.061643%)، وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Bakang, 2015)، ودراسة (Ang, 2007).

كما أن مرونة صافي هامش سعر الفائدة سالبة، حيث أن زيادة بنسبة 1% في صافي هامش سعر الفائدة تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (0.091817%) وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Abazi and Aliu, 2015).

وقد أظهرت النتائج أيضاً أن مرونة الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص سالبة، حيث أن زيادة الأئتمان الممنوح للقطاع الخاص بنسبة 1% تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (1.190602%)،

log(IRS) حيث أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول وعند مستوى معنوية 5%.

نتائج تقدير النموذج القياسي

بعد ان أظهرت المتغيرات تكاملاً مشتركاً، فإن ذلك يعني وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين المتغيرات المفسرة باتجاه المتغير التابع المستخدم في النموذج log(RGDP)، وقد تم تقدير المرونات في المدى الطويل باستخدام نموذج الأنحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة وقد ظهرت النتائج كالآتي:

الجدول (2): نتائج المرونات في المدى الطويل لمعادلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

Variables	Co-Efficient	Std-Error	t-Statistic	Prob
LOG(MTR)	1.061643	0.134488	7.893951	0.0014
LOG(IRS)	-0.091817	0.027478	-3.341497	0.0288
LOG(CPS)	-1.190602	0.26265	-4.533035	0.0106
LOG(CCBAS)	-0.633387	0.442094	-1.432698	0.2252
LOG(TOR)	0.726202	0.07149	10.158153	0.0005
LOG(VOT)	-0.708921	0.079495	-8.917762	0.0009
LOG(REM)	0.903335	0.065526	13.785986	0.0002
LOG(AID)	-0.210165	0.102564	-2.04911	0.1098
FDI	0.000276	0.000056	4.909385	0.008
C	2.679324	1.139865	2.350562	0.0785
R-squared	0.999944	Mean Dependent var		3.782188
Adjusted R-squared	0.999539	S.D dependent Var		0.377100
S.E of regression	0.008094	Akaike Info Criterion		-7.170830
Sum Squared Resid	0.000262	Schwarz Criterion		-5.824041
Log Likelihood	151.9041	Hannan-Quinn Criter		-6.711536
F-statistics				2470.094
Prob(F-statistic)				0.00000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج

برمجية Eviews

تظهر في الجدول (2) المعاملات المقدرة للمتغيرات التابعة والمقطع في المدى الطويل بإعتبار الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة متغيراً تابعاً معبراً عن النمو الاقتصادي وباستخدام معيار (AIC) لتحديد فترات التباطؤ فإن نموذج الأنحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة الأمثل الذي تم أختياره عن طريق برمجية Eviews-9 هو

الإجمالي بالأسعار الثابتة بنسبة (0.708921%)، ويمكن تفسير ذلك الى عدم كفاءة سوق عمان المالي على جذب الشركات المحلية والأجنبية للاستثمار في بورصة عمان، كما يمكن تفسير ذلك أيضاً إلى تأثر بورصة عمان بالاضطرابات العربية المجاورة مما انعكس ذلك على انخفاض عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما يمكن تفسير ذلك أيضاً من خلال نسبة المساهمة الأجنبية في قيمة التداول والتي تراوحت ما بين 45%-52% خلال فترة الدراسة، وهذا يتفق مع نتائج دراسة (القصراري، 2009).

كما أن مرونة حوالات العاملين في الخارج هي موجبة، فأى زيادة بنسبة 1% في حوالات العاملين تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة بنسبة (0.903335%)، ويمكن تفسير ذلك من خلال توفير مصادر التمويل للاستهلاك العائلي وزيادة معدلات الإدخار، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي، الذي من شأنه تحسين مستوى الدخل وخلق فرص عمل، وزيادة الإنتاجية والتي تنعكس على النمو الاقتصادي بشكل إيجابي.

وقد أظهرت النتائج أيضاً بأن مرونة المساعدات الخارجية هي سالبة، فأى زيادة في المساعدات الخارجية بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بقيمة (0.210165%) وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Ganic et al., 2016). ويفسر هذا الأثر السلبي من خلال عدم إستغلال وإستخدام المساعدات الخارجية بالشكل الأمثل في عملية التنمية الاقتصادية وإنشاء المشاريع الاستثمارية والإنتاجية التي تساهم في زيادة النمو الاقتصادي.

كما أظهرت النتائج بأن معاملات استثمار الأجنبي المباشر هو موجباً، فأى زيادة في الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار 1 دينار أردني تؤدي إلى زيادة الناتج

ويمكن تفسير ذلك من خلال النظر إلى قيمة الإئتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص من حيث طبيعة النشاط، فقد إنخفضت قيمة الإئتمان المصرفي الممنوح للقطاعات الإنتاجية بشكل عام خاصة قطاع الزراعة وقطاع الصناعة والتعدين وبالمقابل إرتفعت قيمة الإئتمان المصرفي الممنوع للقطاعات الأخرى كقطاع الإنشاءات (شراء العقارات والتمويل السكني) وقطاع التجارة العامة (تمويل المركبات).

أما مرونة الأصول البنكية فإن مرونتها سالبة أيضاً، فالزيادة في قيمتها بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.633387%)، وهذا يتفق مع ما توصل إليه كل من (King and Levine, 1993) في دراستهما لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي، وقد بررا ذلك من خلال ضعف هذا المؤشر كمؤشر للتعمية المالي في تأثيره على النمو الاقتصادي كون أن القطاع المصرفي ليس هو القطاع الوحيد الذي يعمل على إعداد وتقديم الوظائف المالية والخدمات المالية بالإضافة إلى ذلك من الممكن قيام القطاع المصرفي بتقديم الائتمان المصرفي للحكومة من أجل تمويل النفقات الحكومية كسد العجز في الميزانية الحكومية وبالتالي لا ينعكس ذلك على مشاريع حكومية إنتاجية مما لا يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

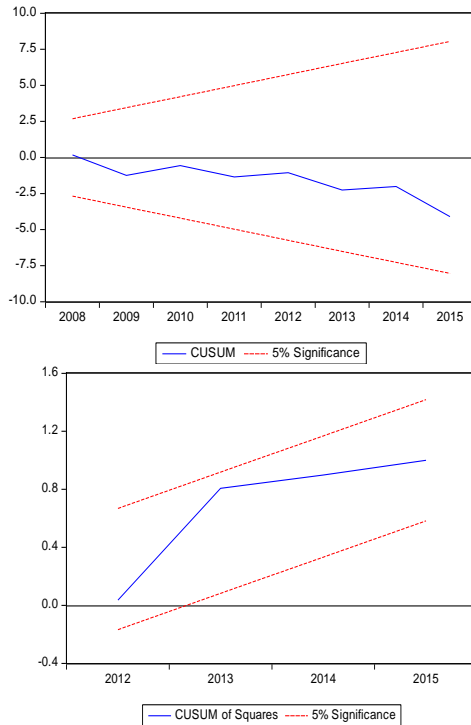
أما مرونة معدل دوران السهم فهي موجبة، حيث إن زيادة معدل دوران السهم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.726202%)، ويعزى ذلك إلى كفاءة أوامر البيع والشراء وكفاية المعلومات ووصولها إلى المستثمرين فيما يتعلق بأسعار البيع والشراء للأسهم المتداولة في بورصة عمان بالإضافة إلى تحقق العدالة بين المتعاملين في سوق عمان المالي. أما مرونة حجم التداول فهي سالبة، حيث أن زيادة حجم التداول بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي

نتائج اختبار كوزوم للأستقرارية (CUSUM &)

(CUSUM of Squares Stability Tests

بعد إجراء إختباري (Cusum&Cusum of Squares) من أجل إختبار إستقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية (1980-2015)، يتبين من الشكل (1) والشكل (2) بأن قيم حد الخطأ تقع داخل الحدود الحرجة وعند مستوى معنوية 5%. وهذا يعني أن المقدرات مستقرة خلال الفترة الزمنية المستخدمة في الدراسة وبالتالي يمكن التعامل مع كامل الفترة الزمنية كفترة زمنية واحدة دون الحاجة إلى تجزئتها إلى فترات زمنية أقصر.

الشكل (1) *Cusum stability test(1)*
 الشكل (2) *Cusum of Squares:(2)*



المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 0.0276%، ويعزى ذلك إلى إرتفاع القيمة المضافة للاستثمارات الاجنبية في الاقتصاد الاردني وذلك من خلال خلق فرص عمل للأردنيين، وتوفير المزيد من العملات الاجنبية للاقتصاد الاردني، بالاضافة إلى إمكانية نقل تكنولوجيا متقدمة وجديدة في العملية الانتاجية والتي يمكن تطبيقها في الاستثمارات المحلية.

ويعد معامل تصحيح الخطأ ((CointEq(-1)) أهم معامل في نتائج معاملات المدى القصير في نموذج الأندثار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة. من خلال النتائج الظاهرة في الجدول (3) لمعامل حد تصحيح الخطأ تبين أن قيمته تساوي (-0.573006) وذات معنوية (0.0049)، وهذا يعني أن التوازن في المدى القصير يقترب من التوازن في المدى الطويل، تشير القيمة المطلقة لمعامل حد تصحيح الخطأ عن نسبة الاختلال في التوازن في الفترة السابقة التي يتم تصحيحها في الفترة اللاحقة بعد حدوث صدمة تتعرض لها المتغيرات المفسرة وتؤثر على المتغير التابع. وتشير النتائج إلى أن (57.30%) من الإختلالات الحاصلة في المتغيرات المفسرة والتي تؤثر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتي يتم تصحيحها عبرالفترة الزمنية اللاحقة.

الجدول (3): نتائج معامل تصحيح الخطأ

معامل تصحيح الخطأ	Co-Efficient	Std-Error	t-Statistic	Prob
CointEq(-1)	-0.573006	0.101698	-5.634393	0.0049

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج

برمجية Eviews

النتائج والتوصيات:

4. أظهرت النتائج أن الأصول البنكية لها أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حيث إن أية زيادة بنسبة 1% تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.633387%)

5. أظهرت النتائج أن معدل دوران السهم له أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة بمعدل دوران السهم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.726202%)

6. أظهرت النتائج أن حجم التداول له أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة بقيمة التداول بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.708921%)

7. أظهرت النتائج أن الاستثمار الأجنبي المباشر له أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة بقيمة الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار 1 دينار أردني تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.0276%).

8. أظهرت النتائج بأن تحويلات العاملين من الخارج لها أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.903335%)

9. أظهرت النتائج أن المساعدات الخارجية لها أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة بقيمة المساعدات الخارجية بنسبة 1% تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.210165%).

توصيات الدراسة:

بعد إستعراض الإطار النظري للدراسة، وتعريف التعميق المالي وبيان أهم المؤشرات المالية الممثلة له، وإستعراض نماذج القياس لاستقصاء أثر التعميق المالي على النمو الاقتصادي الاردني، وإختبار فرضيات الدراسة فقد خلصت الدراسة اهم النتائج وذلك بالاستناد إلى نتائج التحليل الإحصائي للبيانات، كما وتوصلت أيضاً الى أهم التوصيات وذلك بالاستناد على تلك النتائج:

نتائج الدراسة:

بناءً على ما تم عرضه في التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة وإختبار فرضياتها فقد تم التوصل الى النتائج التالية.

1. أظهرت نتائج تحليل التكامل المشترك بين معامل السيولة كمؤشر عن التعميق المالي والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة إلى وجود علاقة تكاملية في الأجلين القصير والطويل من خلال إستخدام إختبار الحدود ، وإن معامل السيولة له أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أي إرتفاع بمعامل السيولة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (1.061643%).

2. أظهرت النتائج أن صافي هامش سعر الفائدة له أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث إن أية زيادة في صافي هامش سعر الفائدة بنسبة 1% تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (0.091817%).

3. أظهرت النتائج أن الائتمان الممنوح للقطاع الخاص له أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، حيث إن أية زيادة في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص بنسبة 1% تؤدي إلى إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (1.190602%)

حجم التدوالي المالي، مما يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

5. ضرورة إدارة المساعدات الخارجية بشكل كفوء بحيث يضمن توظيفها في العملية الانتاجية والتنمية من خلال إقامة المشاريع الاستثمارية التي تعمل على زيادة فرص التشغيل للايدي العاملة المحلية مما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي الذي تتعكس نتائجه على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

- هذا البحث مستل من رسالة ماجستير الباحث أحمد عبد الخالق احمد جبعي التي قدمت لقسم الاقتصاد في جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

المراجع

المصادر والمراجع العربية:

الخطيب، منال، (2004)، "تكلفة الائتمان المصرفي وقياس مخاطره بالتطبيق على أحد المصارف السورية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حلب، سورية.

العلي، احمد، العوامل المؤثرة في هامش سعر الفائدة: دراسة تطبيقية على بعض المصارف التجارية السورية)، بحث منشور، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28-العدد الثاني، 2012

العيسى، نزار (2007م)، "تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي: الحالة الاردنية"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الانسانية)، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، المجلد(21)، العدد (1).

الفخري، سيف (2009م)، "الائتمان المصرفي ودور التوسع الائتماني قي الازمات المصرفية، بحث غير منشور، كلية الاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سورية.

بناءً على نتائج الدراسة السابق ذكرها تقدم الدراسة مجموعة من التوصيات وهي كالتالي:

1. ضرورة رفع مساهمة القطاع المصرفي في العملية الانتاجية ورفع معدلات النمو الاقتصادي وذلك من خلال تقليل نسبة الفائدة المترتبة على القروض، مما يؤدي الى تشجيع أصحاب الاستثمار للحصول على الائتمان المصرفي من أجل الحصول على التمويل اللازم للاستثمار المحلي أو الاجنبي.

2. ضرورة رفع معدلات الفائدة المترتبة على الودائع من أجل تشجيع أصحاب الفائض المادي (المواطنين، والمؤسسات، والشركات) على زيادة معدلات الادخار لدى البنوك. كما توصي الدراسة القطاع البنكي على زيادة وتحسين الخدمات المالية المقدمة مثل تخفيض نسبة الرسوم على الحوالات البنكية، وتسريع عملية التحويلات البنكية الداخلية والخارجية، وزيادة درجة تطوير القطاع البنكي من خلال رفع معدل الانتشار البنكي متمثلة (بزيادة عدد الفروع البنكية وعدد الصرافات الآلية) مما يؤدي الى زيادة درجة تعميق المالي في الاقتصاد.

3. ضرورة توجيه الائتمان المصرفي للقطاعات الإنتاجية كالقطاع الصناعي والقطاع الزراعي وعلى الاستثمارات الحقيقية طويلة المدى التي تؤدي الى زيادة الإنتاجية ووزيادة نسبة مما ينعكس إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

4. ضرورة وزيادة درجة تطور بورصة عمان المالي من خلال العمل على تسريع وتسهيل الوصول الى المعلومات المتعلقة بأسعار البيع والشراء في بورصة عمان، وضمان الحصول على المعلومات المتعلقة بالأسهم والشركات المدرجة بشفاافية ووضوح بين جميع المستثمرين، كما توصي الدراسة بضرورة رفع كفاءة بروصة عمان من أجل جذب الاستثمارات المحلية والاجنبية مما ينعكس على

(1980)، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

المواقع الالكترونية:

البنك المركزي الأردني، الموقع الالكتروني، سوق راس المال في الاردن- www.cbj.gov.jo

البنك المركزي الأردني، الموقع الالكتروني، تقرير الاستقرار المالي، 2015، www.cbj.gov.jo

البنك الدولي، الموقع الإلكتروني، بيانات اقتصادية، سنوات عديدة، data.worldbank.org

بورصة عمان، بيانات بورصة عمان، سنوات عديدة، www.ase.com.jo

جريدة الغد الاردنية، الموقع الالكتروني، موجودات البنك المركزي، مقال منشور، 2015، www.alghad.com

دائرة الاحصاءات العامة، الموقع الالكتروني، تقرير نمو الناتج المحلي الاجمالي، 2016، www.dos.gov.jo

وزارة المالية، الموقع الالكتروني، النشرات المالية الحكومية، 2015، www.mof.gov.jo

وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الموقع الالكتروني، وثيقة الاردن 2025، "، رؤية واستراتيجية وطنية. www.mop.gov.jo

المصادر والمراجع الاجنبية:

Abazi, S. & Aliu, A. (2015). "Financial Deepening and Economic Growth in the Western Balkans." Master Thesis. School of Economics and Management. Lund University, Sweden.

Ang, J. (2007). "Financial Deepening And Economic Development in Malaysia." *Asian Business and Economics Research Unit*, JEL codes: E44; O11; O16; O53.

Bakang, M. (2015). "Effects of Financial Deepening on Economic Growth in Kenya." *International Journal of Business and Commerce*, Vol. (4), No. (7), [01-50].

Brock, P. and Rojas-Saurez, L. (2000). "Understanding the Behavior of Bank

الفواز، تركي، النيف، خالد، والشواور، أكرم (2009م)، "الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن"، بحث غير منشور، كلية الزرقاء الجامعية (جامعة البلقاء التطبيقية)، الزرقاء، الاردن.

القدير، خالد (2004م)، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للفترة (1970-2001)", مجلة جامعة الملك عبدالعزيز - الاقتصاد والإدارة، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد (18)، العدد (1).

القدير، خالد بن حمد عبدالله (2005). "تأثير الائتمان المصرفي لتمويل الواردات على الواردات في المملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، سوريا، (21)، (2)

القصراوي، قصي (2009م)، "أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2007)", رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

كينزا و صلاح الدين (2016)، "تأثير التطور المالي على النمو: دراسة حالة دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا، مجلة الاقتصاد والأعمال العربية، كسليك، لبنان، مجلد (11)، العدد (1).

الهمشري، فاطمة صالح (2010م)، "أثر التطور المالي والاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1980-2010)", رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

يوسف، أيمن محمد (2011م)، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في الاردن (2009-

Policy, and Review Department, October 19, 2011, SDN/11/16.

Granger, C. (1988). "Some Recent Development in A concept of Causally" *Journal of econometrics*. Vol. 39, issue 1-2, 199-211

Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 98(5), 1076-1107.

Gurley, G. & Shaw, E. (1995). "Financial Aspects of Economic Development", *The American Economic Review*, Vol. 45, No. 4, Sep, 1995.

Hicks, J.A. (1969). "A Theory of Economic History", Oxford: Clarendon Press.

Hoque, M. & Yusop, Z. (2010). "Impact of trade liberalization on aggregate import in Bangladesh: "An ARDL Bounds test approach". *Journal of Asian Economics*, Vol (21), Issue. (1) Pages: 37-52.

Johansen, S & Juselius, k. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol (52), No. 2, P: 169-210.

Karahan, O. & Yilgor, M. (2011). "Financial Deepening and Economic Growth in Turkey", *MIBES TRANSACTIONS International Journal Management of Innovative Business & Education Systems*, Vol.5, issue 2.

King, R. G. & Levine, R. (1993). "Finance and Growth: "Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3):717-37.

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

Lucas, R.E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.

Spreads in Latin America". *Journal of Development Economics*. Vol. (63), No. (1), 113-134.

Brown, R. L & Durbin, J. & Evans, J. M. (1975). "Technique for Testing the Constancy of Regression Relationships Over Time", *Journal of the Royal Statistical Society*, Vol (37), No. (2) P: 149-163.

Choong, C., Yusop, Z., Law, S., & Liew, V. (2005). "Financial Development and Economic Growth in Malaysia." "the Perspective of Stock Market", *Investment Management and Financial Innovations*, 4/2005.

Demeriades. P.O. & Hussein, K. A. (1996). "Does Financial Development Cause Economic Growth?: Time-Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, Vol(51), Issue. (2), pp. 387-411.

Engle, R & Granger, C. (1987). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". *Econometrica*, Vol. (37), No. (3), pp. 424-438

Fry, M. J. (1988). "Money, Interest and Banking in Economic Development", (1st Ed.), Baltimore: MD, **Johns Hopkins University Press**.

Ganic, M., Ismic, B. & Sarajcic, S. (2016). "Does Financial Deepening Spur the Economic Growth?: Evidence from Bosnia and Herzegovina", *Journal of Economic Corporation and Development*, 37, 1 (2016), 131-158.

Ghildiyal, V., Pokhriyal, A. & Mohan, A. (2015). "Impact of Financial Deepening on Economic Growth in Indian", *Journal of Asian Scientific Research*, C12, C22, O1, ISSN(e): 2313-8343.

Goldsmith, R. W. (1969). "Financial Structure and Development", New Haven. C.T: **Yale University Press**.

Goyal, R., Marsh, C., Raman, N., Wang, S. & Ahmed, S. (2011). "Financial Deepening and International Monetary Stability", **International Monetary Fund, Strategy**,

Saint, P. Gilles. (1992), "Fiscal Policy in an Endogenous Growth Model", *Quarterly Journal of Economic*, Vol(107), 1243-1259

Schumpeter J.A. (1934), "The Theory of Economic Development", 10th edition, Cambridge, MA: **Harvard University Press**, HB175.S462.1983.330, ISBN 0-87855-698-2.

Shaw, E. (1973). "Financial Deepening in Economic Development". Cambridge, MA: **Harvard University Press**.

Spellman, L. J. (1982). "The Depository Firm and Industry: Theory, History, and Regulation", New York : Academic Press.

Stern, N. (1989), "The Economics of Development: a Survey", *Economic Journal*, Vol. (99), No. (397), pages. 597-685.

Thomas, R. L, (1997). "Modern Econometrics: An introduction". (1st ed.), England: Addison Wesley Longman.

Yao, W., Wu, H. & Kinugasa, T. (2015), "Financial Deepening, Asset Price Inflation, and Economic Convergence: Empirical Analysis Based on China's Experience", *Emerging Markets Finance & Trade*, 51:S275-S284, 2015, ISSN: 1540-496

Mckinnon, R. I. (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington, D. C.: **Brooking Institution**.

Mihalca, G. (2007). "The Relation Between Financial Development and Economic Growth in Romania." Technical University of Kosice, Faculty of Economic, **2nd Central European conference in regional science – CERS**, 2007.

Okereke, E. j. & Nazotta, S. M. (2009). "Financial Deepening and Economic Development of Nigeria: "An Empirical Investigation", *African Journal of Accounting, Finance and Banking Research*, Vol(5), No.5.

Onwumere, J.V.J., Ibe, I., Ozoh, F. & Mounanu, O. (2012). "The Impact of Financial Deepening on Economic Growth : "Evidence from Nigeria", *Research Journal of Finance and Accounting*, ISSN 2222-1697, Vol(3), No 10, 2012.

Osei-Fosu, A & Adoliba, A & Osei-Fosu, A (2017). " Financial Deepening, Domestic Saving Mobilization, and Economic Growth in Ghana; an Empirical Investigation". *Adri Journal of Arts and Social Sciences*, VOL. 15, No.2 (3), July, 2017

Pagano, M. (1993). "Financial Markets and Growth: an Overview", *European Economic Review*, 37 (2- 3), 613- 622.

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

Pesaran, M. H. & Shin, Y. & Smith, R. J. (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship", *Journal of Applied Econometrics*, Vol (16), Issue. (3) Pages: 289-326.

Robinson, J. (1952). "The Generalization of the General Theory: In the Rate of Interest and Other Essays", London: Macmillan, 69-142.