

دراسة قياسية لبعض متغيرات السياسة النقدية

وأثرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩)

أ.د. أوس فخر الدين الجويجاتي
جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد
awsjwejatee@uomosul.edu.iq

م. لوره باسم بشير الساعور
جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد
Lora.basim@yahoo.com

ISSN 2709-6475 DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2022.2.1.1>

تاريخ استلام البحث ٢٠٢١/١٠/١ تاريخ قبول النشر ٢٠٢١/١٠/٧ تاريخ النشر ٢٠٢٢/٤/٣٠

المستخلص

إن موضوع السياسة النقدية والأسواق المالية من المواضيع التي نالت اهتمام من قبل واضعي السياسة الاقتصادية من خلال دورها في تحقيق الاستقرار في جميع القطاعات الاقتصادية وباهتمام كبير من قبل الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء لدورها الفعال بجذب الادخارات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية التي تعمل على تطور الاقتصاد بمختلف قطاعاته وان الأسواق المالية تتأثر بالعديد من المتغيرات ومنها وبشكل خاص بمتغيرات السياسة النقدية، إذ يهدف البحث إلى قياس ومعرفة مدى تأثير بعض متغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩) عن طريق استعمال نماذج متخصصة لدراسة الأسواق المالية والنقدية وباستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews10)، وتوصل البحث من نتائج الاختبارات الإحصائية لبيانات السلسلة الزمنية في الأردن بأن متغير العام لأسعار الأسهم كان مستقرًا عند المستوى $I(0)$ ، وبذلك تحقق شروط بناء النموذج (ARDL)، إذ أشارت نتائج هذا الاختبار إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المعتمدة في الأردن، في حين تبين بأن هناك وجود أثر لاستعمال نموذج (ARCH) الذي أثبت كفاءته في مجال التنبؤ لمؤشر السوق المالي، كما ظهرت نتائج البحث إلى وجود علاقات إحصائية لمتغير عرض النقود وأن له علاقة طردية في المؤشر المالي وذات أثر معنوي، أما بالنسبة لمتغيرات كل من (معدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة) فقد كان غير معنويًا وتم تفسيرها حسب المفاهيم الاقتصادية، وبعدها توصل البحث إلى مجموعة من التوصيات منها بأن متغيرات السياسة النقدية لها تأثير على مؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، نماذج (ARCH)، الأسواق المالية، بورصة الأردن.



مجلة اقتصاديات الأعمال
المجلد (٢) العدد (١) ٢٠٢٢
الصفحات: ٩-٢٥

A Standard Study of Some Monetary Policy Variables and Their Impact on The General Index of Stock Prices in Jordan for The Period (1990-2019)

Abstract

The issue of monetary policy and financial markets is one of the topics that have received attention from the makers of economic policy through its role in achieving stability in all economic sectors, with great interest from developed and developing countries alike for its effective role in attracting savings and directing it towards investment channels that work on the development of the economy in various Its sectors and that financial markets are affected by many variables, including, in particular, monetary policy variables, where the research aims to measure and know the extent of the impact of some monetary policy variables on the general index of stock prices in Jordan for the period (1990-2019) through the use of specialized models to study the financial and monetary markets and using the program The statistician (Eviews10), and the research concluded from the results of the statistical tests of time series data in Jordan that the general variable of stock prices was stable at Level $I(0)$, thus fulfilling the conditions for building the ARDL model, as the results of this test indicated is no a co-integration between the approved variables in Jordan, while it was found that there is an effect of using the ARCH model, which proved its efficiency in the field of forecasting the financial market index, as well as The results of the research showed that there are statistical relationships for the money supply variable and that it has a direct relationship in the financial indicator and has a significant effect on, as for the variables of (inflation rate, exchange rate and interest rate) it was not moral and was interpreted according to economic concepts, and then the research found a group of The recommendations include that monetary policy variables have an impact on the general index of stock prices in Jordan.

Key words: Monetary policy, ARCH models, financial markets, Jordan Stock Exchange.

المقدمة:

تعد الأسواق المالية من أهم مكونات النظام المالي ودوره الكبير في مساهمته بتوفير التمويل اللازم من أجل تطور ونمو كافة القطاعات الاقتصادية والتي يتطلب الأمر العمل على تطوير تلك عن طريق البحث عن العوامل التي تساعد على تطورها ونموها ولغرض الوصول إلى تلك الأهداف يتطلب من السلطات النقدية بناء استراتيجية مترابطة وتزويدها بالأدوات اللازمة التي تمكنها من أداء دورها بشكل فعال في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وكما تعد المنطقة العربية ومن ضمنها (الأردن) من أهم مناطق العالم التي تشهد نمواً سريعاً للأسواق المالية رغم ضعف القوانين والتشريعات المالية في البعض منها، فضلاً عن ذلك فإن هناك عوامل اقتصادية وسياسية قد تؤثر على تطور الأسواق المالية. ومن هنا جاء أهمية البحث وضرورة الربط بين متغيرات السياسة النقدية والأسواق المالية من خلال تطبيق وإثبات هذه العلاقة في الأردن.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث من خلال الدور الذي تؤديه السياسة النقدية في تأثيرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأسواق المالية الأردنية من خلال تحديد وقياس شكل العلاقة التي تربط بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق المالي (المؤشر العام لأسعار الأسهم) في الأردن باستعمال نماذج إحصائية وقياسية يعتمدها البحث.

مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في ضعف السياسة النقدية وعدم وضوحها في الاقتصاد الأردني مما ترك آثاراً اقتصادية على السوق المالي، وعلى الرغم من وجود عرض النقد بشكل محدود إلا أنه سوف ينعكس على خفض القوة الشرائية للنقود وتدني الدخل الحقيقية لكافة أفراد المجتمع لذلك تكمن مشكلة البحث في التساؤل التالي هل تؤثر متغيرات السياسة النقدية على الأسواق المالية خلال مدة البحث.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحليل وقياس بعض متغيرات السياسة النقدية وأثرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن باستعمال نموذج (ARCH) لتحديد شكل العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم ومحاولة تقديرها بنماذج قياسية متفقة مع المفاهيم الاقتصادية.

فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها بأن مؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن تتأثر بمتغيرات السياسة النقدية، وإن تأثيرها يكون متبايناً في المدى القصير والطويل خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٩).

منهج وهيكلية البحث:

استند البحث على أسلوبين في منهجه، الأسلوب الأول نظري مستنداً إلى الدراسات النظرية التي تطرق إليها موضوع البحث، والأسلوب الثاني قياسي مستنداً على أدوات التحليل الكمي بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية والاعتماد أيضاً على المعلومات في احتساب المرونة ودرجة تكاملها عند المستويات المعنوية للنموذج المستخدم، مستخدمين في ذلك

برنامج (افيوس 10.EVEWS)، إذ تم الاعتماد بجمع البيانات الخاصة لدولة (الأردن) للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩). ومن أجل الوصول إلى هدف البحث وإثبات فرضيته قسم البحث إلى ثلاث مباحث رئيسية، إذ خصص الأول عن الإطار النظري عن مفاهيم السياسة النقدية وأهدافها والأسواق المالية وأقسامها ومؤشراتها، أما المبحث الثاني فقد تضمن نبذة عن بعض التطورات عن متغيرات السياسة النقدية ومؤشر أسعار الأسهم في السوق الأردني، أما الثالث فقد خصص لأعراض التحليل الكمي والقياسي لبيان العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الأسهم، فضلاً عن الاستنتاجات والمقترحات.

المبحث الأول: الإطار النظري عن مفاهيم السياسة النقدية وأهدافها والأسواق المالية:

أولاً: مفهوم السياسة النقدية وأهدافها:

١. مفهوم السياسة النقدية:

تعد السياسة النقدية من السياسات الاقتصادية المهمة التي تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، فالسياسة النقدية هي تلك السياسة التي تعتمدها السلطات النقدية في تحقيق النمو الذاتي من أجل زيادة الناتج القومي ليضمن للدولة تحقيق حالة الاستقرار النسبي لكل من الأسعار المحلية وأسعار الصرف والفائدة من خلال توفير السيولة للاقتصاد بصورة عامة (حسن ومصطفى، ٢٠٠٠: ٣٩).

فالسياسة النقدية تعرف على أنها "مجموعة الإجراءات والترتيبات التي اعتمدها الدولة في إدارة النقد والائتمان من ناحية وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد من ناحية أخرى" (عجمية، ٢٠٠٩: ٣٦٢-٣٦٣). وعليه يكمن مفهوم السياسة النقدية في مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي من أجل تسيير حجم الكتلة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية، وذلك من خلال تأثيره على العرض النقدي باستعمال أدواتها بغية الوصول إلى تحقيق أهدافها الاقتصادية (مندور، ٢٠٠٤: ٢٢٤).

تستند السياسة النقدية النشطة على ضرورة تضمين معلومات شاملة عن كل القطاعات الاقتصادية التي تتيح لها معرفة عن التوظيف الكامل للاقتصاد، لكونها ستساعد السلطات باتخاذ الإجراءات المناسبة من أجل دفع عجلة الاقتصاد نحو تحقيق الأهداف الخاصة بها (التويجري ودرويش، ٢٠١٨: ٧)، ويمكن توضيح دور السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال النقاط الآتية: أ. إيجاد الحلول للأزمات الاقتصادية التي قد يتعرض لها الاقتصاد القومي مثل (التضخم والانكماش).

ب. تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال الحفاظ على القوة الشرائية للنقود عن طريق التحكم في العرض والطلب على النقود.

ت. العمل على تقليص الفجوة في الميزان التجاري وتطوير مساهمتها في التنمية الاقتصادية للدول النامية أيضاً.

٢. أهداف السياسة النقدية:

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتخفيف حدة التقلبات الاقتصادية عن طريق الوصول إلى مستويات الانفاق الكلي المطلوبة لغرض تحقيق أقصى قدر من التشغيل وبأقل الأسعار الممكنة، لذا نجد بأن السياسة النقدية تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها:

أ. تحقيق مستويات مقبولة من الاستقرار النقدي من خلال توكي العوامل المؤثرة في قيمة العملة الوطنية داخلياً وخارجياً التي تنشأ نتيجة التغيرات في المستوى العام للأسعار عن طريق سعر الصرف الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي بصورة صحيحة.

ب. كما أنها تسهم في تعجيل عملية التنمية الاقتصادية بتوفير البيئة المناسبة لتنفيذ وإنجاز مشاريع وبرامج التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، وتحقيق معدل نمو اقتصادي ملائم لكافة القطاعات الاقتصادية بما يهدف إلى زيادة الدخل والنتائج الإجمالية.

ت. تعمل على معالجة العجز الحاصل في ميزان المدفوعات من خلال قيام البنك المركزي برفع أحد أدواته المتمثلة (بسرر الخصم) الذي بدوره يحفز البنوك التجارية برفع سعر الفائدة، وهذا الأمر يقلل من حجم الائتمان والطلب المحلي، وبالتالي يقلل من ارتفاع العام لأسعار للدولة (مصطفى)، (٢٠١٢: ٤٢-٤٣).

ثانياً: المفاهيم العامة للأسواق المالية:

تعد الأسواق المالية من المواضيع المهمة بالنسبة للدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، نظراً لدورها الفعال في تعبئة وتوجيه المدخرات الوطنية نحو الاستثمارات لدعم الاقتصاد القومي وتحقيق معدلات متزايدة من الرفاه الاقتصادي، إذ شمل مفهوم الأسواق المالية جميع القنوات التي يناسب فيها المال بين مختلف القطاعات الاقتصادية وأفراد المجتمع، مما يتطلب هذا الأمر وجود أسواق مالية كبيرة ومتطورة لخلق الثقة لدى المتعاملين لغرض توجيه مدخراتهم في استثمار الأسهم الخاصة لهذه المشاريع. ولغرض إيفاء الموضوع حقه لا بد أن نتطرق في هذا المبحث حول المفاهيم العامة للأسواق المالية وتطورها وما هي أقسامها والأسس الواجب توفرها في المؤشرات، وأخيراً خصائص سوق الأوراق المالية.

١. مفهوم الأسواق المالية:

إن الأداء الاقتصادي الجيد يسهم في خلق سوق مالي قوي لكون الأسواق المالية هي الصورة الحقيقية التي تعكس الأداء الاقتصادي لتلك الدولة، وتستمد سوق الأوراق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة منذ القدم في المجتمعات البشرية ولكن أساليب تداولها وأنواع السلع تغيرت نتيجة للتطور الظروف الاجتماعية والاقتصادية واحتياجات الأفراد وطرق الاتصال فيما بينهم (عالم وخزان، ٢٠١٣: ٧٠-٧١).

وعلى الرغم من اختلاف وجهات النظر حول تعريفات الأسواق المالية، إلا أنها كانت متشابهة من حيث المضمون ومن هنا نستطيع أن نعرف الأسواق المالية بأنها:

أ. "مؤسسة مالية تتعامل فيها أفراد ومؤسسات من أطراف مختلفة للبيع وشراء الأوراق المالية من الأسهم والسندات، فالأسهم هي شهادات ملكية في حين تمثل السندات شهادات الإقراض" (علي، بدون تاريخ: ٢).

ب. "هو ذلك النظام الذي يتم بموجبه جمع كل المتعاملين بالأوراق المالية وهم (البائعون والمشترون) للأوراق المالية" (الزبيدي، ٢٠٠١: ١١٤).

سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتم فيه عمليات التداول بين المتعاملين سواء أن كانوا أفراد أو مؤسسات أو بنوك، صناديق الاستثمار أو الأسهم والسندات عن طريق السماسرة لمدة معينة تحت تصرف وإدارة السوق، وتتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال إلى الأطراف التي من عجز مالي، إذ أنها تسهم في تعبئة المدخرات التي بدورها أيضاً تعمل لتقليل

السيولة في الاقتصاد وتسهم بتمويل خطط التنمية من خلال الأوراق الحكومية، ومن خلال التعاريف السابقة نجد بأن مفهوم السوق المالية يحقق مزايا لكل من وحدات العجز والفائض، إذ أن الأسواق المالية تقدم خدماتها إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرهما بكفاءة وبكلفة أقل، أما بالنسبة لوحدات الفائضة منها فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستشارية بالوقت نفسه عن طريق أدوات الملكية والمديونية مما توفر عنصر السيولة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق، التي بدورها توفر فرص الاستثمارية للإنشاء العديد من الشركات في الاقتصاد الوطني، ونجد بأن الأسواق المالية تُقسم إلى قسمين هما:

أ. السوق الأولية: إذ يتم التعامل في هذا السوق بالإصدارات الجديدة لأول مرة من خلال عملية الاكتتاب التي هذه نقطة البداية تنشأ فيها علاقة مباشرة بين المكتتب ومصدر الورقة المالية.

ب. السوق الثانوية: إذ يتم التعامل في هذا السوق عن طريق التداول بالإصدارات القيمة التي تم إصدارها في السوق الأولية ويتم تداول الأوراق المالية بين حاملها والراغبين في شرائها من غير المصدرين، وتقسم هذه الأسواق بشكل عام إلى أسواق منظمة وغير منظمة (Guglielmo, 2004:30).

٢. مؤشرات أداء الأسواق المالية:

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية لمعرفة الحالة الاقتصادية للدولة عن طريق إعطاء صورة عامة عن تطورها، فضلاً عن ذلك تستخدم كمعايير لقياس أدائها، ولكثرة التعاريف التي سبقت لبيان مفهوم مؤشرات الأسواق المالية مع اختلاف العديد من هذه المفاهيم سنتعرف على أهم تلك المعايير أو المؤشرات الخاصة لأداء الأسواق المالية:

أ. المؤشر العام لأسعار الأسهم: وهو مؤشر إحصائي يعبر عن الأداء الكلي للسوق، ويتكون من مجموعة من أسعار الأسهم المفترضة لقياس الحركة العامة لأسواق المالية، وباستعماله سيساعد المستثمرين في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة لعملية البيع والشراء التي بدورها تؤدي إلى زيادة أموالهم وتوجيهها نحو الأسواق الأكثر استقراراً وكفاءة.

ب. حجم التداول: يمثل قيمة الأسهم المتداولة في السوق، أي مجموع قيم الأسهم التي يتم تداولها خلال مدة زمنية وبسعر معين، فإذا كانت قيمة السهم الذي تم التداول به يساوي قيمته السوقية خلال تلك المدة فعندئذ تصبح السيولة تامة في السوق.

ت. القيمة السوقية: وتمثل إجمالي قيمة رأسمال السوق كمجموعة الأسهم التي يتم الاكتتاب بها في الشركات في نهاية الفترة المحددة، ومن خلال هذا المؤشر يمكن تحديد الحجم الإجمالي للسوق الذي يعكس الاستثمار في الأوراق لذلك البلد.

ث. عدد الشركات: ويقصد بها الشركات التي تسمح بتداول الأوراق المالية والتعامل بها في السوق وحسب شروط إدراجها في السوق.

ج. معدل دوران السهم: وهو عبارة عن قسمة حجم التداول على القيمة السوقية خلال فترة زمنية معينة وأن ارتفاع قيمته يدل على ارتفاع نسبة السيولة في السوق المالي (حمزة و عبد الحميد، ٢٠١٢: ٢٧٣).

ويمكن مما تقدم، القول بأن أداء أسواق المالية هو مجموعة من المؤشرات تقيس حالة السوق أو نشاطه لكونه يعد معياراً لنجاح أو فشل إدارة أي سوق، وبالوقت نفسه يمكن استعمال هذه المؤشرات للمقارنة مع بقية الأسواق المالية الأخرى.

الدراسات السابقة:

قام كل من Phlippemuller & Markzelmer (١٩٩٩)، دراسة حول أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية الكندية للمدة (١٩٩٦-١٩٩٩)، إذ استهدفت الدراسة بيان بأن متغيرات السياسة النقدية وهي (عرض النقد، سعر الصرف، سعر الفائدة) تستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم في كندا، إذ تم استعمال أسلوب الانحدار الخطي المتعدد المراحل وتبينت نتائج التحليل القياسي للنموذج المستخدم بأن لفرضية السوق الكفوة دور التوقعات وتفسير تقلبات أسعار الأسهم السوقية ومن خلالها توصلت الدراسة بوجود علاقة معنوية بين أسعار الأسهم السوقية والمتغيرات النقدية، وهذا ما أكدت عليها فرضية السوق الكفوة. قدم المعموري وآخرون (٢٠١١) دراسة حول "تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية"، وتهدف الدراسة إيجاد العلاقة الديناميكية بين سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة وبيان مدى إمكانية استعمال هذه المؤشرات لرصد نقاط التطور والتحول للنشاط الاقتصادي في المستقبل عن طريق استعمال منهجية (Johansen-Juselius) للتكامل المشترك والسببية (Granger) لاختبار العلاقة بين مؤشر (DJ, S & P 500) والنتائج المحلي الإجمالي (GDP) في الولايات المتحدة للمدة (١٩٦٠-٢٠٠٩) ومن نتائج الاختبار تبين وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المدروسة. وقدم الباحثان فضليه وعابد (٢٠١٥) دراسة بعنوان "أثر السياسات النقدية على القيمة الشرائية لليرة السورية ٢٠٠١-٢٠١٣"، وتهدف الدراسة قياس أثر السياسات النقدية على القيمة السوقية لليرة المعتمدة من قبل المصرف المركزي وبيان مدى أثر هذه السياسات على الأفراد المجتمع ذوي الدخل المحدود، نظراً لانخفاض سعر الصرف لليرة مقابل العملات الأجنبية وارتفاع معدل التضخم بشكل مفاجئ، وتوصلت الدراسة إلى أن أدوات السياسة النقدية مقتصرة كانت على أداة واحدة فقط والمتمثلة (بسر الصرف)، وبالتالي لم تحقق الاستقرار لسعر الصرف للعملة المحلية ولم تحقق أيضاً استقرار الأسعار التي كانت من أهداف السياسة النقدية لدى المصرف المركزي. ودراسة (Herrero, et.al.) (٢٠١٧) بعنوان "تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية في البرازيل"، هدفت الدراسة إلى قياس السياسة النقدية وأثرها على الأسواق المالية البرازيلية فيما يخص بأسعار الفائدة الآجلة بالاعتماد على البيانات اليومية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١٤) في البرازيل، وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة كانت متفاعلة مع البنك المركزي وسياساته التي تؤدي بدورها إلى حدوث تقلبات عالية في معدلات العقود الآجلة، مما يؤدي إلى زيادة فعالية السياسة النقدية بشكل كبير على المعدلات المستقبلية.

المبحث الثاني: تحليل بعض الملامح الرئيسية للمتغيرات السياسية النقدية ومؤشر أسعار الأسهم في الأسواق المالية الأردنية للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩):

١. مؤشر عرض النقد:

إن الاقتصاد الأردني يعد من الاقتصاديات الصغيرة والنامية على مستوى العالم، نظراً لقلّة الموارد الطبيعية فيه وضعف الأسواق المحلية، وإن السياسة النقدية في الأردن كانت ولا تزال مصدر اهتمام العديد من الباحثين الاقتصاديين في المجال النقدي والمالي، إذ بدأت بتطبيق برامج الإصلاحات الاقتصادية عن طريق التحرير المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي (فريز، ٢٠٠٣: ٦)، ومن خلال الجدول (1) سيتم توضيح تطور عرض النقود والمراحل التي مرت بها السياسة النقدية، إذ نجد بأن عرض النقد بلغت قيمته (1432.2) مليون دينار في عام 1990 وبلغت قيمته (١٥)

(10322.8) مليون دينار في عام 2019 وهو أعلى مستوى وصل له خلال مدة الدراسة ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول (1).

الجدول (1) تطوير بعض متغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الأسهم في الاقتصاد الأردني للمدة (1990-2019) مليون دينار

السنة	عرض النقود (مليون دينار)	معدل التغير (%)	معدل التضخم (%)	سعر الصراف الرسمي	سعر الفائدة (%)	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)
1990	1432.8	1.34	16.2	1.51	8.5	66.11
1995	1745.7	0.02	2.4	1.43	8.5	33.00
2000	2026.8	14.05	0.80	1.41	6.5	65.74
2005	4061.3	27.2	4.1	1.41	6.5	79.46
2010	6550	8.45	4.8	1.41	4.2	100.00
2015	9880.2	7.02	0.9	1.41	3.7	10.00
2019	10322.8	6.68	0.3	1.41	5.0	23.53
المعدل السنوي المركب	%6.12					

المصدر: تم الاعتماد على بيانات الجدول من خلال الآتي:

١. المجموعة الإحصائية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، للأعوام ١٩٩٦-٢٠٠٦، ٢٨.

٢- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي ٣٢ لعام ١٩٩٥، التقرير السنوي الأربعون لسنة ٢٠٠٣.

٣- وقد تم احتساب معدل النمو المركب: من خلال المعادلة التالية معدل النمو = (القيمة الحالية / القيمة السابقة) ^{1/n} - 1.

من خلال الجدول (1) يلاحظ بأن السياسة النقدية التي أتبعها البنك المركزي الأردني ورقابته على عرض النقد كان متذبذباً خلال مدة الدراسة، والسبب في ذلك يعود بأن المصارف التجارية كان لها دور مهم في التمويل المحلي للدولة خلال مدة الدراسة، إذ أسهمت بصورة مباشرة إلى زيادة عرض النقد وكان الجهاز غير المصرفي له دوراً كبيراً في تمويل الحكومة بالوقت نفسه، مما أدى إلى زيادة عرض النقد، وبعد تنفيذ سياسة مواجهة التضخم انخفض معدل نمو العرض النقدي خلال مدة الدراسة إلى (6.12%)، ومن هنا أصبح تحقيق الاستقرار النقدي من أولويات السياسة النقدية في الاقتصاد الأردني لكونه يمثل أحد أركان البيئة الجاذبة للاستثمارات من أجل دفع عجلة النشاط الاقتصادي.

٢. أما بالنسبة للمؤشرات (معدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة):

إن الهدف الرئيس للسياسة الاقتصادية الكلية هو الحصول على معدلات تضخم منخفضة مع زيادة معدلات نمو الناتج المحلي ولاسيما النقدية منها، إذ يرتبط معدل التضخم بشكل أساسي بمعدل نمو السيولة وطبيعة مكوناتها في الأردن، فنمو حجم السيولة سيؤثر بشكل كبير في معدلات التضخم في الأردن وإن سرعة تداول النقود وفق معادلة فيشر ($Mv = py$) تساوي واحد أي بمعنى إن حجم الكتلة النقدية كبير نسبياً مقابل الجانب السلعي والخدمي في الاقتصاد، وهو أحد الأسباب التي تفسر المعدلات العالية للتضخم الذي يحدث في الاقتصاد الأردني، وإن ارتفاع أسعار البترول وأسعار المواد الغذائية يعد سبباً آخر في ارتفاع الأسعار باعتبار الأردن من الدول المستوردة بشكل كامل لمنتجات البترول والمواد الغذائية أيضاً (السامرائي، ٢٠١١: ١٠٩)، ويمكن توضيح معدلات التضخم والمتغيرات الاقتصادية الأخرى من خلال الاعتماد على الجدول (1) ويتضح من الجدول أعلاه بأن أعلى معدل للتضخم سجل في عام (١٩٩٠) بسبب زيادة عرض النقود وزيادة التضخم هو نتيجة لزيادة الكتلة النقدية، أما الانخفاض الكبير في معدل التضخم قد حدث في عام ٢٠٠٠، إذ سجل

معدل التضخم السنوي بنسبة (0.8%) وهذا يعني إن الاقتصاد الأردني خلال عشر سنوات (١٩٩٠-٢٠٠٠) قد حقق أهدافه التي رسم سياسته النقدية على أساسها. ولكون الاقتصاد الأردني اقتصاد يسعى إلى تحقيق التنمية، فلا بد من ارتفاع معدلات التضخم إلى المستوى الطبيعي أو أعلى قليلاً مما أدى ذلك إلى ارتفاعه بشكل مستمر إلى أن وصلت نسبته (4.1%) في عام ٢٠٠٥. واستمر بعدها بالانخفاض إلى أن وصلت أدنى قيمة له في عام (٢٠١٩)، إذ بلغ (0.3) والسبب يعود في ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط في العالم ولكونه أحد الدول المستوردة للنفط، مما انعكس هذا الارتفاع على مستوى العام للأسعار في الأردن (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٨: ٣٣).

ومن خلال الجدول (1) يوضح لنا ارتفاع قيمة أسعار الصرف في الأردن، إذ وصل أعلى مستوى له في عام (١٩٩٠) إلى (1.51) دينار أردني مقابل إن أسعار الصرف المحددة بشكل رسمي التي كانت بمقدار (1.41) دينار مقابل الدولار لا تعكس حقيقة أسعار الصرف ازاء العملات الأخرى وإن تقلبات التي تحدث في أسعار الصرف الحقيقية كانت نتيجة التذبذبات في أسعار الصرف الأسمية التي عكست بدورها أيضاً التحركات التي تحدث في الدولار الأمريكي، ونستنتج من ذلك بأن الحكومة الأردنية اعتمدت على سياسة تثبيت الدينار مقابل الدولار، وهذا ما يتبين من خلال مدة الدراسة بعدم التغير سعر الصرف أمام الدولار وتم تثبيته بعدما قرر البنك المركزي بتعويم قيمة الدينار، مما ترك آثاراً سلبية على الاقتصاد الأردني واستنزف موارد الدولة من العملات الأجنبية.

أما فيما يتعلق بسعر الفائدة في الأردن، فإنها معومة منذ عام ١٩٩٠، إذ يمكن لكل بنك عرض السعر الملائم لظروفه، لكن البنك المركزي يمكنه التأثير عليها عن طريق أدواته غير المباشرة كسعر الفائدة الذي يدفعه على ايداعاتها وتحديد سعر الفائدة الأساسي الذي يمثل كلفة الاقتراض ما بين البنوك نفسها (Bader & Ibrahim, 2010: 203-205)، ومن خلال الجدول (1) نلاحظ بأن أسعار الفائدة تميزت بالثبات النسبي وعدم التذبذب بصورة حادة مما يسهل مهمة المستثمرين في قراءة استثماراتهم في الأجل القصير، فبعد أن كان سعر الفائدة خلال بداية التسعينات يساوي (8.5%) وبعد ذلك عاد وانخفض إلى مستوى (6.5%) في عام ٢٠٠٥، إذ بدأت البنوك المحلية بالتشدد في منح التسهيلات الائتمانية مما أدى إلى تراجع حجم التسهيلات الائتمانية بنسبة (1.4%) ولغاية عام ٢٠١٠، إذ استمر هذا الانخفاض إلى غاية عام ٢٠١٥ بنسبة (3.7%) بسبب توقعات انخفاض النشاط الاقتصادي ومن ثم عاود ارتفاعه من جديد إلى (5.0%) في عام ٢٠١٩، ونلاحظ إن الأسعار الفائدة تؤثر بشكل غير مباشر في أسعار الصرف، فانخفاض أسعار الفائدة مع وجود فرص استثمارية يؤدي إلى ارتفاع الطلب ويتحقق الاستثمار وينشط الاقتصاد الوطني، ومن ثم تحسين قيمة العملة أمام العملات الأخرى (محمد، ٢٠١٥: ١٧٩-١٨٢).

٣. مؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن:

تأسس سوق عمان المالي وفق قانون رقم (٣١) للعام ١٩٧٦ وياشر السوق أعماله في عام ١٩٧٨، إذ بدأ السوق المالي بحساب رقم قياسي غير مرجح للأسعار الأسهم، وبعد عام ١٩٩٢ اعتمد على رقم قياسي آخر مرجح بالقيمة السوقية لغرض زيادة قدره هذه الأرقام على عكس أداء السوق، وفي عام ١٩٩٧ صدر قانون جديد رقم (٢٣) للسوق المالي الذي يعد نقطة انتقال مهمة في سوق الرأسمال الأردني، ويهدف هذا القانون إلى إعادة تنظيم الهيكل المالي بما يتناسب مع المعايير الدولية لغرض تحقيق الشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية (النيف، ٢٠١٨: ١٣٣)، ومن أجل الوقوف على تطور أداء السوق المالي الأردني لابد من تتبع مؤشر العام لأسعار الأسهم وكما هو (١٧)

موضح في الجدول (1) بأن المؤشر العام للأسعار الأسهم لم يكن مستقراً خلال مدة الدراسة وإن قيمة هذا المؤشر في عام ١٩٩٠ قد تراجع من (66.11%) إلى (33.00) عام ١٩٩٥، والسبب في ذلك يعود لما شهدته المنطقة من أزمات واضطرابات مالية وبقي متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض لغاية عام ٢٠٠٠، إذ سجل قيمته (65.74%) وبعدها لوحظ ارتفاع مفاجئ في عام ٢٠٠٥ ليصل إلى (79.46%) والسبب هو انتعاش الاقتصاد الأردني ودخول شركات مساهمة بالبورصة وزيادة السيولة وبعدها استمر بالتذبذب بصورة مستمرة خلال المدة الممتدة من عام ٢٠١٠ إلى غاية ٢٠١٩. ويرجع سبب الارتفاع والانخفاض خلال المدة (٢٠١٩-٢٠١٠) نتيجة للتطورات التي شهدتها السوق على المستوى التنظيمي والتشريعي حيث كان للتداول الإلكتروني أثراً كبيراً في رفع كفاءته لدى الوسطاء.

المبحث الثالث: التحليل القياسي للمتغيرات السياسية النقدية وأثرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن بناء وتوصيف النموذج:

من خلال الدراسة سنقوم ببناء نموذج يوضح مدى العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وبين متغيرات السياسة النقدية وهي (عرض النقود ومعدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة) خلال مدة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٩)، التي يمكن التعبير عنها باستعمال العلاقة الدالية الآتية:

$$Y = f(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

إذ أن:

Y = المؤشر العام لأسعار الأسهم (المتغير التابع)، وهو يقيس أداء الكلي للسوق.

X_1 = عرض النقد (متغير مستقل)، وهو يمثل مزيج بين رغبة الوحدات الاقتصادية في تحقيق الأرباح والفوائد من جهة والسيولة من جهة ثانية.

X_2 = معدل التضخم (متغير مستقل)، وهو الارتفاع في المستوى العام للأسعار.

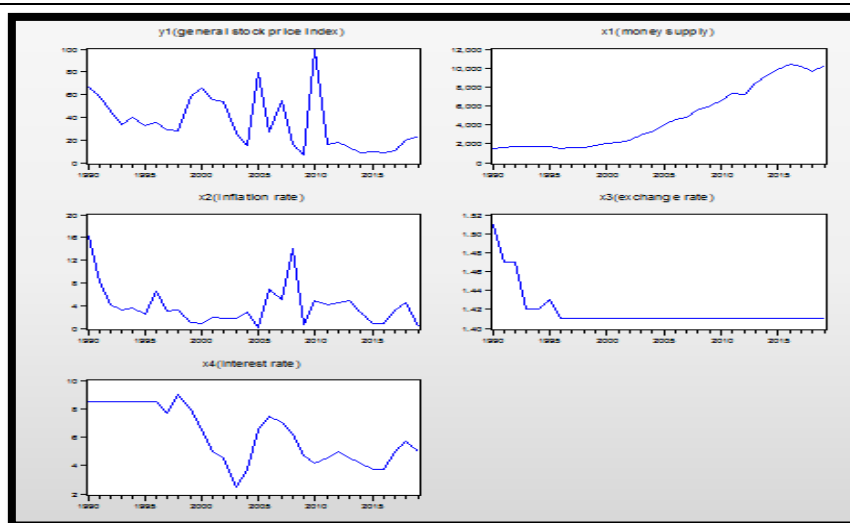
X_3 = سعر الصرف (متغير مستقل)، ويمثل سعر الصرف المحلية إزاء الدولار الأمريكي.

X_4 = سعر الفائدة (متغير مستقل) السعر الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة بالودائع تحت الطلب، أو كودائع أجل كنسبة مئوية.

ومن أجل قياس العلاقة بين مؤشر العام لأسعار الأسهم ومتغيرات السياسة النقدية في الأردن سيتم استعمال نموذج (ARCH & GARCH) وهو أحد نماذج تحليل السلاسل الزمنية التي يتم الاعتماد عليه في حالة البيانات المالية، وكذلك استعمال اختبار الحدود والتكامل المشترك للعلاقات الطويلة والقصيرة الأجل. ومن مميزاته أنه يمكن تطبيقه سواء كانت متغيرات المستخدمة في البحث متكاملة من الرتبة $I(0)$ أو متكاملة من الرتبة $I(1)$ أو مزيج من كليهما. وللتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية لكل متغيرات المستخدمة في البحث سوف نتبع خطوات استعمال النموذج من خلال المراحل الآتية:

أولاً: التأكد من استقرارية السلسلة المستخدمة:

سيتم رسم السلسلة الزمنية لجميع متغيرات البحث في الأردن وللتأكد من استقرارية سلاسلها سيتم رسمها باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews10)، وكما في الشكل البياني (1).



الشكل (1) الاتجاه الزمني لمتغيرات البحث في الأردن للمدة (٢٠١٩-١٩٩٠)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاستناد على البرنامج الإحصائي (Eviews 10).

يتبين من خلال الشكل (1) بأن اتجاه السلسلة الزمنية في الأردن غير مستقرة مما يتطلب الأمر إجراء العديد من الاختبارات للتأكد من مدى استقراره هذه المتغيرات.

ثانياً: اختبار جذر الوحدة:

للتأكد من استقرارية المتغيرات المستخدمة في الاقتصاد الأردني سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على اختبار Philips Perron لملائمته البيانات وفق هذا الاختبار، وسيتم استعماله لمعرفة أكبر فجوات التباطئ لكل متغير من متغيرات نموذج الدراسة في الأردن خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٩)، ويمكن توضيح نتائج اختبار من خلال الجدول (1) وكما يأتي:

الجدول (2) نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرارية سلسلة لبعض متغيرات السياسة النقدية وأثرها في المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي الأردني باستعمال (Phillip-Perron)

Variable	Philips – Perron (PP)			
	Level		First Difference	
	intercept	Trend and intercept	intercept	Trend and intercept
Y_1	-4.730 (0.0007)*	-5.649 (0.0004)*	-26.830 (0.0001)*	-25.348 (0.0000)*
X_1	0.882 (0.993)*	-1.891 (0.633)*	-3.775 (0.0081)*	-4.093 (0.016)*
X_2	-5.732 (0.0001)*	-5.489 (0.0006)*	-11.400 (0.0000)*	-11.453 (0.0000)*
X_3	-13.177 (0.0000)*	-9.648 (0.0000)*	-6.811 (0.0000)*	-7.661 (0.0000)*
X_4	-1.640 (0.44)*	-2.120 (0.51)*	-3.622 (0.01)*	-3.790 (0.032)*

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 10).

نلاحظ من نتائج الجدول (2) أن المتغيرات (المؤشر العام لأسعار الأسهم، معدل التضخم، سعر الصرف) كان ساكن بالمستوى أي إن درجة تكامل كل منها هو الصفر $I(0)$ ، بينما باقي المتغيرات الأخرى وهي (عرض النقد، سعر الفائدة) كانت غير ساكنة بالمستوى ولكنها أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول لها أي إن درجة تكامل كل منها هي الواحد $I(1)$ ، وبذلك تتحقق شروط بناء نماذج (ARDL) ولمعرفة درجة تكاملها سيتم توضيح استعمال اختبار الحدود التكاملي، وكما في الجدول (3).

الجدول (3) نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر الأسواق المالية في الأردن باستعمال اختبار الحدود (Bounds Test)

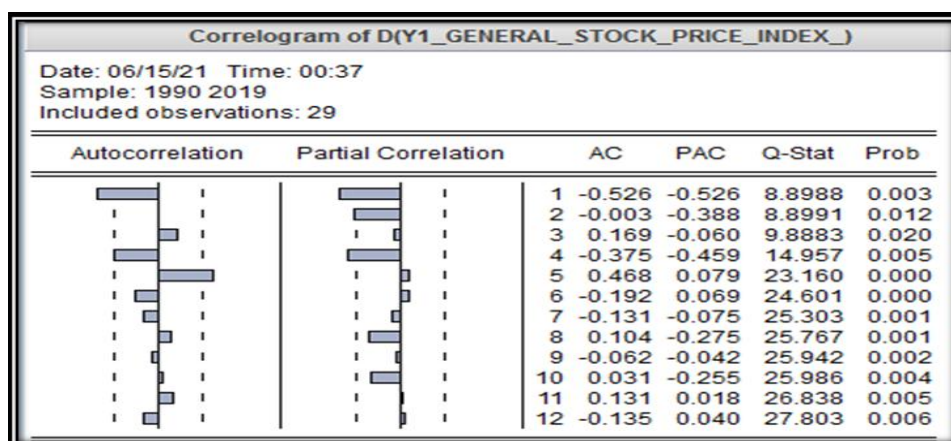
ARDL – Bounds Test		
Sample: 1990 2019		
Included observations: 26		
Selected model :ARDL(4.4.4.4.4)		
Null Hypothesis: No long –run relationships exist		
Test Statistic	Value	K
F– statistic	3.353	4
Critical Value Bounds		
Significance	Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)
10%	2.52	3.56
5%	3.05	4.22
2.5%	2.88	3.87
1%	4.28	5.84

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 10).

ومن نتائج الجدول (3) نلاحظ بأن قيمة الإحصائية (F) المحتسبة قد بلغت (3.353) وهي أقل من الحدود العليا والدنيا عند مستوى معنوية (5%)، وهذا يعني نقبل بفرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي معنى هذا يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات للنموذج المستخدم في الأردن.

ثالثاً: اختبار (Q-Stat):

ولمعرفة معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي تم استعمال اختبار (Q-Stat)، وتبين من نتائج هذا الاختبار إلى أن معاملات الارتباط البسيطة تختلف معنوياً عن (الصفر) عند المستوى معنوية (5%) لكونها واقعة خارج حدود الثقة، مما يدل على أنها أكبر من قيمة الاحتمالية، وهذا يدل على أن هناك ارتباط ذاتي متسلسل بين المتغيرات، وهذا ما يمكن تأكيده من خلال اختبار (Box–Pierce) و (Box-Ljung) التي كانت إحصائيتها (Q) عند مستوى معنوية (5%)، ويمكن استعمال هذا الاختبار من خلال مقارنة معاملات الارتباط البسيط والجزئي للمتغيرات المستخدمة في الأردن من خلال نتائج الشكل (2).



الشكل (2) معاملات الارتباط الذاتي لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق المالي في الأردن

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews10).

نلاحظ من خلال الشكل (2) أن معاملات الارتباط الذاتي المحسوبة للسلسلة كانت مختلفة تماماً عند المستوى، ولكن بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة تبين بأنها لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية (5%) وهذا يدل على استقرارية المعاملات وعلى عدم وجود ارتباط تسلسلي بين المتغيرات المدروسة في الأردن، وكما يتطلب الاختبار ضرورة استعمال اختبار مضاعف لاكرانج لمعرفة إذا ما كانت الأخطاء تتبع عملية (ARCH) الذي يعتمد على تقدير طريقة المربعات الصغرى من خلال احتساب قيمة معامل التحديد بضرب قيمته بحجم العينة، وهذا يعطينا مقدار $(Obs * R^2)$ وهي التي تقارن مع مربع كاي (X^2P) ومن خلال الاختبار نجد بأن قيمة $(Obs * R^2)$ التي قدرت (1.64) وهي أكبر من قيمة (X^2P) الجدولية، فهذا يعني إننا نرفض فرضية العدم ونقبل بنموذج (ARCH)، وبالتالي يمكننا تقدير النموذج على هذا الأساس ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول (4).

الجدول (4) نتائج اختبار مضاعف لاكرانج لتتبع الأخطاء لنموذج المقدر في الأردن

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.669131	Prob. F(2,23)	0.5218
Obs*R-squared	1.649578	Prob. Chi-Square(2)	0.4383

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 06/15/21 Time: 00:46
Sample: 1990 2019
Included observations: 30
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	24.78517	330.6693	0.074955	0.9409
X1_MONEY_SUPPLY_	-0.000443	0.001707	-0.259367	0.7977
X2_INFLATION_RATE_	0.509821	1.472218	0.346159	0.7324
X3_EXCHANGE_RATE_	-12.13444	236.0323	-0.051410	0.9594
X4_INTEREST_RATE_	-1.236632	3.178859	-0.389017	0.7008
RESID(-1)	-0.236463	0.221334	-1.068351	0.2964
RESID(-2)	-0.153162	0.218881	-0.699750	0.4911

R-squared 0.054986 Mean dependent var -2.04E-14

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews10).

ونلاحظ إنه سيتم اختيار أفضل النماذج وبطريقة مثالية من خلال المعايير التي تعطي أقل قيمة لها، وبالتالي سنتمكن من اختيار النموذج للتحليل، ويمكن توضيح ذلك من خلال المقارنة بين النماذج بالاعتماد على الجدول (5).

الجدول (5) نتائج المقارنة بين النماذج (ARCH & GARCH) لاختيار أفضل نموذج للقياس

	GARCH(1,1)	EGARCH(1,1)	TGARCH(1,1)
Akaike	8.759	8.782	8.211
Schwarz	9.132	9.250	8.635
Hannan-Quinn	8.878	8.931	8.885

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews10).

ومن النموذج القياسي المقدر الذي يبين أثر السياسة النقدية في مؤشر السوق المالي الأردني بأن هناك تأثير معنوي للقاطع (Intercept) في النموذج القياسي لمتغيرات السياسة النقدية وعند مستوى معنوية (5%)، بمعنى أن معادلة الخط المستقيم الممثلة للنموذج القياسي تقطع المحور الرأسي عند القيمة (-178.919) وهي تختلف جوهرياً عن الصفر وكما هو موضح في الجدول (6).

الجدول (6) نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق المالي في الأردن باستعمال نموذج (ARCH) للمدة (1990-2019)

Dependent Variable: Y1_ GENERAL -STOCK PRICE INDEX				
Method: ML ARCH - Normal distribution(BFGS -Marquardt steps)				
Date: 06/15/2021 Time: 19:30				
Sample (adjusted)1990-2019				
Included observations: 30				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-178.9193	187.2144	-0.955	0.339
X1	-0.0038	0.0010	-3.640	0.000
X2	1.0366	0.9346	1.109	0.267
X3	167.227	130.276	1.283	0.199
X4	-1.9524	1.7084	-1.142	0.253
R-squared	0.629	Mean dependent var.		35.1220
Adjusted R-squar.	0.412	S.D. dependent var.		23.7764
S.E. of regression	22.478	Akaike info criterion		8.7590
Sum squared.	12631.57	Schwarz criterion		9.1327
		Hannan-Quinn criter.		8.8786
*significant at 5% level			Eviews-10 مخرجات البرمجية	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews10).

وتشير نتائج النموذج في الجدول (6) إلى أن تقدير نموذج GARCH(1.1) وفق التوزيع الطبيعي الاحتمالي كان الأفضل بين النماذج المستخدمة في قياس التغيرات السياسية النقدية في مؤشر الأسواق المالية الأردني من خلال الاعتماد على الاختبارات التشخيصية وهي كل من (H,Q,SIC,AIC). وبناءً على هذه المعايير التي تحقق أدنى قيمة لها تم اختيار أفضل نموذج

للقياس من أجل استعماله في التنبؤات المستقبلية. وقد أظهرت نتائج النموذج إلى أن هناك تأثير غير معنوي لجميع متغيرات السياسة النقدية ما عدا عرض النقد، فقد ظهر بأنه ذات أثر معنوي على مؤشر العام لأسعار الأسهم، ويمكن تفسير الإشارات لهذا النموذج المقدر من خلال تفسير العلاقة العكسية بين عرض النقد والمؤشر العام لأسعار الأسهم، ويمكن تفسير هذه الإشارة السالبة فعندما يرتفع عرض النقد سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار وحدث تضخم مما ينعكس سلباً على أسعار الأسهم وهذا يؤدي إلى خفض القيمة الحقيقية للنقود مما يجعل المستثمر هنا أن يكون مستعداً لشراء هذه الأسهم وإن القيمة السوقية سوف تتحد هنا على ضوء حجم التدفقات النقدية والعائد المتوقع التي بدورهما سيؤثران على عرض النقود، وبالتالي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وكما أظهرت النتائج إلى عدم وجود أي تأثير معنوي طردي لمعدل التضخم وسعر الصرف على مؤشر العام لأسعار الأسهم، ويمكن تفسير ذلك بأن الإشارة الموجبة لكل من معدل التضخم (X_2) وسعر الصرف (X_3)، فالعلاقة ايجابية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم تبين لنا بأن العوائد الحقيقية تكون مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، فلذلك استخدمت الأسهم كوسيلة للتحوط أمام التضخم عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية. وعليه فإن عوائد الأسهم تزداد بنسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، أما بالنسبة لسعر الصرف، فالإشارة موجبة وتعني بأن انخفاض قيمة العملة للبلد سيؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية إلى توجيهها نحو الموجودات المالية، وبالتالي زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها، أما بالنسبة لسعر الفائدة (X_4) فقد أثبتت الدراسة بأنه هناك تأثير غير معنوي عكسي بين سعر الفائدة ومؤشر العام لأسعار الأسهم أي عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق سيؤدي الأمر إلى ارتفاع العائد المتوقع من الودائع المصرفية، مما يدفع المستثمر إلى بيع كل أسهمه والتوجه نحو الاستثمارات البديلة باعتبار إن ايداع أمواله في المصرف أكثر أماناً من تقلبات أسعار الأسهم، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض مؤشر أسعار الأسهم، ويتمتع النموذج القياسي بقدرة تفسيرية مقدارها (62%)، وهذا يعني أن ما نسبته (62%) من التغيرات الحاصفة في المؤشر العام لأسعار الأسهم تعود إلى متغيرات السياسة النقدية، في حين أن ما نسبته (38%) من التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم تعود إلى متغيرات خارج النموذج التي لا يمكن قياسها.

الاستنتاجات:

١. إن الحكومة الأردنية اعتمدت على سياسة تثبيت الدينار ازاء الدولار، وهذا ما يتبين من خلال مدة الدراسة بعدم التغير سعر الصرف أمام الدولار وتم تثبيته، بعدما قرر البنك المركزي بتعويم قيمة الدينار، مما ترك آثاراً سلبية على الاقتصاد الأردني واستنزف موارد الدولة من العملات الأجنبية.
٢. إن اتجاهات السلسلة الزمنية كانت غير مستقرة لجميع متغيرات البحث في الأردن، ومن نتائج اختبار جذر الوحدة تبين بأن المتغيرات هي مزيج ما بين المتغيرات، فبعضها ساكن عند المستوى والبعض الآخر غير ساكن، وبذلك تتحقق شروط بضرورة إجراء الاختبارات لمعرفة درجة تكاملها لكل المتغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الأسهم في الأردن.
٣. تبين من خلال نتائج البحث بأن المؤشر العام لأسعار الأسهم يتأثر بمتغيرات السياسة النقدية، إذ أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك للعلاقات التوازنية باستعمال اختبار (F-Bounds Test) إلى عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات البحث.

٤. استنتج البحث أيضاً من خلال الاختبارات القياسية إلى عدم وجود مشكلة التباين والارتباط الذاتي من خلال استعمال اختبار (ARCH)، وقد أظهرت نتائج النموذج إلى أن هناك تأثير غير معنوي لجميع متغيرات السياسة النقدية ما عدا عرض النقد، فقد ظهر بأنه ذات أثر معنوي على مؤشر العام لأسعار الأسهم، وإن النموذج القياسي يتمتع بقدرة تفسيرية مقدارها (62%)، وهذا يعني أن ما نسبته (62%) من التغيرات الخاصة في المؤشر العام لأسعار الأسهم تعود إلى متغيرات السياسة النقدية، في حين أن ما نسبته (38%) من التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم تعود إلى متغيرات خارج النموذج التي لا يمكن قياسها.

التوصيات:

١. على السلطات النقدية الموازنة بين المنافع والآثار السلبية الناجمة عن القرارات النقدية وصياغة تلك القرارات، بما يتوافق مع الأسواق المالية وطبيعتها، لكونها تلك الأسواق تعد كمرآة عاكسة للواقع الاقتصادي.
٢. على البنوك المركزية الاهتمام بنتائج التي تم الحصول عليها من قياس المؤشرات للأسواق المالية وأخذها بنظر الاعتبار عند إصدار القرارات المتعلقة بخفض أو رفع سعر الفائدة، لما لها من تأثير على الشركات التي تعمل داخل الأسواق.
٣. إجراء العديد من الدراسات المشابهة في هذا الموضوع وعلى أسواق مالية أخرى، حتى يتسنى لنا الخروج بنتائج علمية وواضحة تعكس أثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات الأسواق المالية سواء للدول النامية أو المتقدمة.

المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر العربية:

١. البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي ٣٢ لعام ١٩٩٥، التقرير السنوي الأربعون لسنة ٢٠٠٣.
٢. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملحق الإحصائي، للأعوام ٢٠٠٣-٢٠٠٨.
٣. التويجري، نغم عباس ودرويش، حسين ديكان، ٢٠١٨، الائتمان المصرفي ودوره في نقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي في العراق للمدة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد (١٠)، العدد (١): ٦-٧.
٤. حمزة، حسن كريم وعبد الحميد، غسان رشاد، ٢٠١٢، سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشرات، مجلة مركز دراسات الكوفة دراسات الكوفة، العدد (٢٤)، العراق: ٢٧٣.
٥. الزبيدي، حمزة محمود، ٢٠٠١، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان: ١١٤.
٦. السامرائي، عبد الجبار، ٢٠١١، تحليل آثار السياستين النقدية والمالية على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لدول مختارة للمدة (١٩٩٨-٢٠٠٨)، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى جامعة بغداد في علوم الاقتصاد، جامعة بغداد، العراق: ١٠٩.
٧. عجمية، محمد عبدالغدير، ٢٠٠٩، النقود والبنوك، مكتبة المعارف، الإسكندرية، مصر: ٢٦٢-٢٦٣.
٨. علي، عبدالمنعم السيد، بدون تاريخ، تعقيب على أزمة سوق الأسهم الكويتية "أبعادها وأسبابها وآثارها عربياً ودولياً"، ندوة الحوار العلمي الثامنة حول سوق المناخ، مركز البحوث والمعلومات، بغداد: ٢.
٩. غالم، عبدالله وخزان، عبد الحفيظ، ٢٠١٣، أسواق الأوراق المالية، نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد والقضائي، العدد (١١): ٧٠.
١٠. فريز، زياد، ٢٠٠٣، التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة التي نظمتها معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي: ٦.
١١. فضلية، عابد وعابد، سينان، ٢٠١٥، أثر السياسات النقدية على القيمة الشرائية لليرة السورية ٢٠٠١-٢٠١٣، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (٣٧)، العدد (٥): ٢٤٩.
١٢. المجموعة الإحصائية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، للأعوام ١٩٩٦-٢٠٠٦: ٢٨.

١٣. محمد، حاكم محسن، ٢٠١٥، أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف، مجلة أهل البيت، العدد (١): ١٧٩-١٨٢.
١٤. مصطفى، أحمد فريد وحسن، سهير محمد، ٢٠٠٠، السياسة النقدية والبُعد الدولي لليورو، الاسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة: ٣٩.
١٥. مصطفى، أحمد فريد، ٢٠١٢، السياسة النقدية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر: ٤٢-٤٣.
١٦. المعموري، محمد علي وفتح الله، سحر وآخرون، ٢٠١١، تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية مجلة العلوم الاقتصادية والادارية؛ المجلد (١٧)، العدد (٦٣).
١٧. مندور، أحمد محمد، ٢٠٠٤، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر: ٢٢٤.
١٨. النيف، خالد لافي، ٢٠١٨، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد (٥)، العدد (٢): ١٣٣.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

19. Guglielmo Maria Caporale, Peter G.A Howells, & Alaam, 2004, Soliman, Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage. Journal of Economic Development 33, Volume 29, June, P: 30.
20. Philipe Muller & Mark Zelmer, 1999 Greater Trans parency in monetary policy Impaction financial Markets, Bank Canada, work popper: 8.
21. Alicia Garcia-Herrero, Eric Girardin and Enestor Dos Santos, 2017, Follow what I do, and also what I say: monetary policy impact on Brazil's financial markets, Journal in Economic, BBVA research, (17) Issue, April: 2.
22. Bader, Majed and Ibrahim, Ahmad, 2010, The Impact of Interest Rate on Investment in Jordan: A Co integration Analysis, JKAU: Econ & Adm., & Adm., Vol. (24), No (1): 199-209.

