

## The Impact of Rule of Law on the Stocks' Price Index in Amman Stock Exchange (Jordan): An Econometric Study (1998-2017)

أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان (الأردن): دراسة قياسية (١٩٩٨-٢٠١٧)

Magda Azzam<sup>1</sup>, Ahmad Malawi<sup>1\*</sup>.

<sup>1</sup>Yarmouk University, Irbid, Jordan.

### ARTICLE INFO

Article history:

Received 23 Feb 2021

Accepted 16 May 2021

Published 01 Jul 2022

\*Corresponding author:

Yarmouk University, Irbid, Jordan.

Email: [ahmad.malawi@yahoo.com](mailto:ahmad.malawi@yahoo.com).

### Abstract

This study aimed to investigate the impact of Rule of Law on the stocks' price index in Amman Stock Exchange over the period (1998-2017). Several diagnostic tests have been applied, such as Augmented Dickey-Fuller (ADF) for stationarity. The results have shown that the time series of the real interest rate is stationary at its levels, i.e. I (0), whereas the stocks' price index, indirect foreign investment, and rule of law are stationary at their first differences, i.e. I (1). While the real GDP is found to be stationary at the second difference, i.e. I (2). Vector autoregression model (VAR) is used in estimation. The study utilized two major tools for analysis: Variance Decomposition and Impulse Response Function. The study found a positive impact of the rule of law on the stocks' price index in Amman Stock Exchange. Based on the findings, the study recommended the need to implement laws and regulations to improve the stocks' price index in Amman Stock Exchange in Jordan.

**Keywords:** Rule of Law, Stocks' price index, Jordan.

### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (١٩٩٨-٢٠١٧). عدة اختبارات تشخيصية تم تطبيقها مثل اختبار سكون السلاسل الزمنية المعروف باسم اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF: Augmented Dickey-Fuller)، وأظهرت النتائج أن متغير (سعر الفائدة الحقيقي) ساكنًا بمستواه أي I(0)، أما المتغيرات (الرقم القياسي لأسعار الأسهم والاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر سيادة القانون) فهي ساكنة بعد أخذ الفرق الأول أي I(1)، أما الناتج المحلي الإجمالي فقد تبين بأنه ساكن عند أخذ الفرق الثاني أي I(2)، كما تم اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة، كما تم اعتماد نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR: Vector Autoregression) في التقدير، وتم استخدام أداتين رئيسيتين للتحليل هما: تحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة لردة الفعل. وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لسيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان. بناءً على النتائج المتوصل إليها، أوصت الدراسة بضرورة تنفيذ القوانين والأنظمة وتطبيقها بهدف تحسين مؤشر أسعار الأسهم بورصة عمان.

**الكلمات المفتاحية:** سيادة القانون، مؤشر أسعار الأسهم، الأردن.

## ١,١ الإطار النظري والدراسات السابقة

تؤدي الأسواق المالية أو ما اصطلح على تسميته بالبورصات دورا مهما في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال توجيه الموارد المالية من الجهات المدخرة إلى الجهات ذات العجز المالي أو المستثمرين. وبذلك تعمل هذه الأسواق على تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تحريك عجلة الاستثمار الذي يعتبر عصب الحياة الاقتصادية. حيث يعتبر أداء هذه الأسواق المالية أحد أهم الركائز الاقتصادية ومؤشرا على صحة الأداء الاقتصادي.

ونظرا لأهمية هذه الأسواق فإنه لا بد من تحسين أداءها والوصول بها إلى مرحلة الكفاءة، لذلك تلجأ مختلف دول العالم إلى تطبيق مجموعة من الآليات والوسائل للوصول إلى الوضع الأفضل. ومن المعروف أن كفاءة السوق المالي يعبر عنها بكفاءة الشركات المدرجة فيه، وذلك عن طريق التزام الشركات بالإفصاح عن معلوماتها، وإصدار النشرات المالية التي تتصف بالشفافية، والوضوح، وفصل المصالح الشخصية أو ملكية الأفراد عن إدارة الشركات وذلك ما اصطلح على تسميته بالحوكمة أو حاكمية الشركات، والذي يعتبر مؤشر سيادة القانون أحد مقاييسها.

ولقد ازداد الاهتمام بسيادة القانون لما تعرضت له الأسواق المالية العالمية من اختلالات وأزمات مالية، وخاصة بعد تحول اقتصاد الدول العالم إلى النظام الرأسمالي، واعتمادها الكبير على الشركات الخاصة والمشاريع الخاصة لتنمية الاقتصاد، لا سيما بعد التطور الكبير الذي حصل في موضوع فصل الملكية عن الإدارة.

ويثير مؤشر سعر الأسهم اهتمام المستثمرين كونه مؤشرا من مؤشرات أداء بورصة عمان، حيث بلغت قيمة هذا المؤشر عام ١٩٩٨ (١٧٠,٣) نقطة، ثم ارتفعت إلى (٨١٩١,٥) نقطة عام ٢٠٠٥، ثم انخفضت إلى (٤٠٠٩,٤) نقطة عام ٢٠١٧ (الموقع الإلكتروني لبورصة عمان).

أما فيما يتعلق بمؤشر سيادة القانون، فيقوم البنك الدولي بنشره سنويا، ويأخذ قيمة بين (-٢,٥) و (+٢,٥)، وكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر كلما أعطى ذلك دلالة على درجة أفضل من سيادة القانون، فمثلا كان مؤشر سيادة القانون في الأردن (٠,٣٥) عام ١٩٩٨ وأصبح (٠,٣٣) عام ٢٠٠٥، ثم أصبح (٠,٢٦) عام ٢٠١٧ (Worldwide governance indicators, ) (2019).

يعتبر آدم سميث أول من أشار إلى نظام الحوكمة كإطار عام لسيادة القانون بشكل غير مباشر في كتابه ثروة الأمم (١٧٧٦)، حيث قال "أن مديري الشركات المساهمة لا يمكن أن يتوقع منهم مراقبتها بنفس الحماس الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم، ذلك لأن هؤلاء المديرين يقومون بإدارة أموال الغير وليس أموالهم الشخصية الخاصة، ومن الطبيعي أن يستتبع هذا الشيوخ الإهمال والتفريط بشكل أو آخر في إدارة شؤون هذه الشركات" (خلف، ٢٠١٦).

تم تعريف سيادة القانون بأنها مبدأ للحوكمة يكون فيه جميع الأشخاص والمؤسسات والكيانات العامة والخاصة، بما في ذلك الدولة ذاتها، مسؤولين أمام قوانين صادرة علنا، وتطبق على الجميع بالتساوي ويحتكم في إطارها إلى قضاء مستقل، وتتفق مع القواعد والمعايير الدولية لحقوق الإنسان. ويقتضي هذا المبدأ كذلك اتخاذ تدابير لضمان الالتزام بمبادئ سيادة القانون، والمساواة أمام القانون، والمساءلة أمام القانون، والعدل في تطبيق القانون والفصل بين السلطات والمشاركة في صنع القرار، واليقين القانوني، وتجنب التعسف، والشفافية الإجرائية والقانونية (Report of the Secretary USA, 2004).

ويقيس مؤشر سيادة القانون مدى ثقة المتعاملين بتطبيق القوانين من قبل الحكومة بشكل متساو على الأفراد والمنظمات، وبشكل خاص الثقة في مدى إنفاذ العقود، وحماية حقوق الملكية وعمل الشرطة والمحاكم فضلا عن احتمال حدوث الجرائم، وهو عنصر من عناصر الحوكمة الرشيدة، كما أن مؤشر سيادة القانون له أهمية يتعدى تأثيرها الفرد ليشمل المجتمع وقطاع الأعمال، فارتفاع مؤشر سيادة القانون لأي بلد يساعد على خلق ثقة الجهات التنفيذية الحكومية من جهة، والقطاع الخاص والأفراد من جهة أخرى (متاني وآخرون، ٢٠١٧).

ويمثل مبدأ سيادة القانون قمة الضمانات القانونية لحماية حقوق الأفراد وحريةهم الأساسية، بل إنه يعد الأساس الوحيد لاكتساب السلطة السياسية في الدولة شرعيتها، والعامل الأهم في استقرارها وثباتها. لذا فهو مطلب مهم تنادي به حاليا كل الأنظمة الديمقراطية، حتى غدت الدساتير والقوانين في هذه الأنظمة، بما تتضمنه من نصوص، تشدد على تطبيقه وتفصيل أدواته، كما ويعد مبدأ سيادة القانون من أهم المبادئ التي تحرص الديمقراطيات المعاصرة على تأكيده، والنص عليه

في دساتيرها وقوانينها، باعتباره من أهم مقومات الثبات والاستقرار لأي نظام سياسي. ويقصد به ضرورة احترام القواعد القانونية القائمة (علاوة، ٢٠١٤).

وقد أكدت المنظمة العالمية لمشرفي الأوراق المالية في مايو ٢٠٠٤م على أهمية انتهاج مبادئ الحوكمة المتمثلة بسيادة القانون، ومع تصاعد حدة الأزمة المالية العالمية خلال عام ٢٠٠٨، وتعرض أسواق المال العالمية لانخفاضات حادة بعد هبوط كبير في أسواق المال الأمريكية، تعالت الأصوات المنادية بتدخل الحكومات في النظام الاقتصادي العالمي لضبط إدارة الشركات العظمى، حيث عقد اجتماع لمجلس الإتحاد الأوروبي (ايكوفين) في أكتوبر ٢٠٠٨، حيث نادى بعض زعماء الدول الكبرى إلى وجوب إخضاع كل الفاعلين بالأسواق المالية إلى التنظيم والإشراف وليس المصارف التجارية فقط (خليل، ٢٠٠٩).

### تأثير سيادة القانون على الأسواق المالية

بالرغم من اختلاف الأنظمة الحكومية وتطبيقها لسيادة القانون من دولة إلى أخرى، فإن الكثير من الأدبيات تشير إلى أن سيادة القانون لها تأثير إيجابي على تطور الأسواق المالية، وعوائد الأسهم على وجه الخصوص، حيث تتميز الأسواق المالية في البلدان التي تخضع لحكم ضعيف وعدم تطبيق سيادة القانون بانخفاض العائد على الأسهم (Lehnert, 2019).

إن سيادة القانون أساس لا غنى عنها في الأسواق المالية كونها توفر أداة أساسية لإنشاء والحفاظ على الثروة والأمن الاقتصادي والرفاه وتحسين نوعية الحياة، وهناك حاجة مستمرة إلى نظام مستقل ومنفصل يدعم اقتصاد السوق، وبدون هذه الهياكل القانونية التي تدعم النشاط الاقتصادي ستبقى الدول فقيرة (Bufford, 2005).

وهناك العديد من الدراسات التي حاولت استقصاء أثر الحوكمة كإطار لسيادة القانون على الأسواق المالية، فمثلا تناولت دراسة (Love & Klapper, 2002) الحاكمية المؤسسية وحماية المستثمر والأداء في الأسواق الناشئة، وخلصت الدراسة إلى وجود تباين واضح في مستوى الحاكمية المؤسسية عبر الدول في عينة الدراسة، وأن معدل الحاكمية المؤسسية منخفض في الدول ذات الأنظمة القانونية الضعيفة، وأفضل حاكمية مؤسسية مرتبطة بأفضل أداء تشغيلي وتقييم سوقي.

وقامت دراسة جعيدي (٢٠٠٧) بقياس مستوى الحاكمية المؤسسية في الأردن، حيث قامت باستخدام نموذج (CLSA) لقياس مستوى الحاكمية المؤسسية في الأردن، ومن ثم قياس العلاقة بين مستوى الحاكمية المؤسسية والأداء المؤسسي (الأداء المالي، والأداء التشغيلي، وأداء الأسهم، والأداء السوقي)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين مستوى الحاكمية المؤسسية والأداء المالي والتشغيلي، بالإضافة لعدم وجود علاقة بين مستوى الحاكمية المؤسسية والأداء السوقي وأداء الأسهم.

وهدفت دراسة (Bello, 2014) إلى استقصاء تأثير الحوكمة على أداء الأسواق المالية في نيجيريا باستخدام بيانات ربعية ممتدة من عام ١٩٩٦ إلى عام ٢٠١٤، حيث قام الباحث باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) وعلاقة السببية، وخلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لمؤشر الحد من الفساد وفعالية الحكم على أداء الأسهم، بينما كان لعدم الاستقرار السياسي تأثير سلبي على أداء الأسهم.

وبحثت دراسة (Low et al., 2015) في العلاقة بين جودة الحوكمة وأسواق الأسهم الناشئة والمتقدمة من خلال استخدام Panel Data Regression، وكان من نتائج هذه الدراسة أنه في الأسواق الناشئة يوجد علاقة عكسية بين جودة الحوكمة ومخاطر السوق، وذلك على العكس من الأسواق المتقدمة، التي أظهرت النتائج فيها أنه قد تنعدم العلاقة بين مخاطر سوق الأسهم وبين الحوكمة. وقدمت الدراسة نتائج مفيدة لصناع القرار والسياسات في الأسواق الناشئة من خلال تسليط الضوء على أبعاد الحوكمة والتي من شأنها أن تؤثر على مخاطر سوق الأسهم.

كما جاءت دراسة (Eita, 2015) لاستقصاء فيما إذا كان للحوكمة ومؤشراتها تأثير على الأسواق المالية وتطورها في دول جنوب الصحراء الكبرى، وبينت نتائج هذه الدراسة أن الحوكمة ومؤشراتها تؤدي دورا مهما في تطوير أسواق الأسهم.

أما دراسة (Boadi & Amegbe, 2017) فقد جاءت بهدف استقصاء العلاقة بين جودة الحوكمة والأداء المالي في سوق الأوراق المالية، حيث أجريت الدراسة على ٢٣ دولة خلال الفترة الزمنية (١٩٩٦-٢٠١٤). وبينت الدراسة أن الحوكمة المتمثلة بالتعبير عن الرأي والمساءلة، والاستقرار السياسي وغياب العنف، وفعالية إدارة الحكم، و نوعية الأطر التنظيمية، وسيادة القانون، والحد من الفساد، تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي للأسواق المالية، ويختلف هذا التأثير بحسب تصنيف الدول حسب الدخل.

## سيادة القانون وتطور أداء بورصة عمان في الأردن

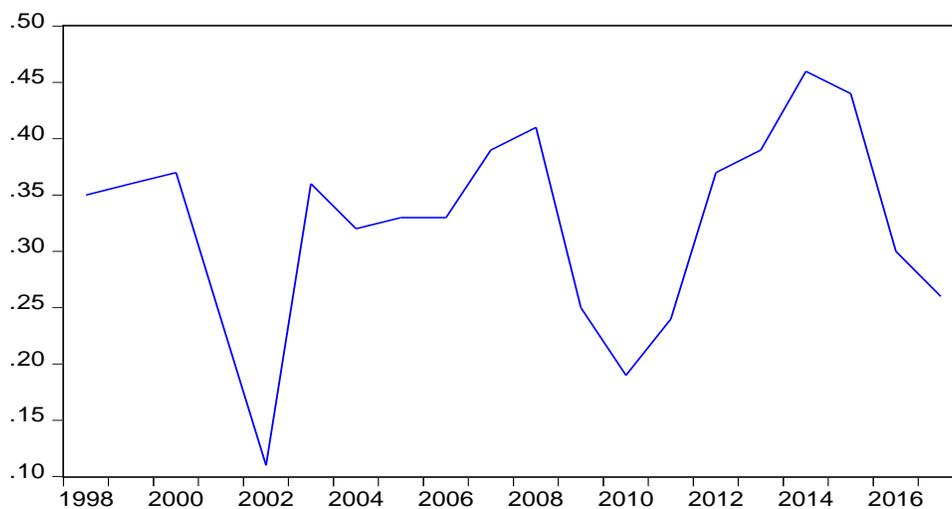
### سيادة القانون في الأردن

يعد الأردن من البلدان المهتمة بموضوع سيادة القانون، التي تمثل ركنا مهما في التنمية المستدامة، وبشكل خاص في التنمية البشرية بهدف الحد من الفقر. كما ويهتم الأردن بسيادة القانون في توفير فرص العمل، وإدامة فرص العيش المناسبة، والتعليم الجيد، والرعاية الصحية، وحماية وتجديد البيئة، وغيرها من العناصر التي تؤثر على مدى سلامة الدول وتقدمها واستقرارها.

وقد أكد الميثاق الوطني الأردني عام ١٩٩١ (الميثاق الوطني، ١٩٩١) على مبدأ سيادة القانون أو دولة القانون، حيث أكد الفصل الأول منه على ترسيخ دعائم دولة القانون وسيادته، وتم تخصيص الفصل الثاني منه لدولة القانون ومرتكزاتها الأساسية، حيث نص على أن الأردن هي الدولة الديمقراطية التي تلتزم بمبدأ سيادة القانون، وتستمد شرعيتها وسلطاتها وفاعليتها من إرادة الشعب الحرة، كما تلتزم كل السلطات فيها بتوفير الضمانات القانونية والقضائية والإدارية لحماية حقوق الإنسان وكرامته وحياته الأساسية، وأن الدولة الأردنية هي دولة قانون بالمفهوم الحديث للدولة الديمقراطية، وهي دولة المواطنين جميعا مهما اختلفت آراؤهم وتعددت اجتهاداتهم، ومن المرتكزات الأساسية لدولة القانون كما وردت في الميثاق: الالتزام بأحكام الدستور نصا وروحا، في أعمال السلطات التشريعية والتنفيذية والقضائية، والالتزام بمبدأ سيادة القانون، في إطار الرقابة الكاملة للسلطة القضائية المستقلة (السليم، ٢٠١٣)

ويبين الشكل (١) تذبذبا واضحا في قيم مؤشر سيادة القانون في الأردن؛ ولعل تفسير ذلك يعود إلى الأوضاع السياسية غير المستقرة في المنطقة والتي بدورها أثرت على واقع الحياة ككل في الأردن، فمثلا يلاحظ ارتفاعا في قيم المؤشر للأعوام ١٩٩٨ و ١٩٩٩ و ٢٠٠٠، بينما بدأ المؤشر بالانخفاض في عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٢، وقد يعزى هذا الانخفاض إلى غياب مجلس النواب حيث تم تأجيل الانتخابات البرلمانية. كما ويلاحظ ارتفاع قيم المؤشر للأعوام ٢٠١٣ و ٢٠١٤ و ٢٠١٥ وقد يكون السبب في هذا الارتفاع هو التزام المؤسسات والشركات بقواعد الحوكمة وتطبيقها، وشهد الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠١٧ انخفاضا في المؤشر ليصل إلى ٠,٢٦ عام ٢٠١٧.

RL



الشكل (١): مسار مؤشر سيادة القانون (RL) خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠١٧) في الأردن

ملحوظة: من إعداد الباحثان بالاعتماد على قيم مؤشر سيادة القانون (RL) المأخوذ من (The Worldwide Governance Indicators, 2019).

ويعتبر مؤشر سيادة القانون أحد أبعاد الحوكمة الستة؛ والمتمثلة في الصوت والمساءلة؛ الاستقرار السياسي وغياب العنف؛ فعالية الحكومة؛ الجودة التنظيمية؛ السيطرة على الفساد؛ سيادة القانون.

### تطور أداء بورصة عمان

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات إستراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها (الموقع الإلكتروني لبورصة عمان).

وقد شهدت بورصة عمان منذ نشأتها تطوراً كبيراً على كافة الأصعدة، حيث تبين بيانات البورصة تطوراً لمؤشراتها خلال الفترة الماضية، فارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من ٦٦ شركة عام ١٩٧٨ إلى ١٩٣ شركة عام ٢٠١٨، كما أن حجم التداول قد ارتفع من ٤٦٤,٣٧ مليون دينار أردني عام ١٩٩٨ إلى ٢٩٢٦,٢ مليون دينار أردني عام ٢٠١٧، وارتفع معدل دوران السهم من ١٨,٥٧ مرة عام ١٩٩٨ إلى ٢٥,٧ مرة عام ٢٠١٧، كما وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من ١٧٠,١,٣ نقطة عام ١٩٩٨ إلى ٤٠٠٩,٤ نقطة عام ٢٠١٧، وذلك كما يظهر من الجدول (١).

### جدول (١): تطور مؤشرات أداء بورصة عمان ومعدلات نموها خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠١٧)

السنة	حجم التداول (مليون دينار) <sup>(١)</sup>	النمو في حجم التداول % <sup>(٢)</sup>	معدل دوران السهم (مرة) <sup>(١)</sup>	النمو في معدل دوران السهم % <sup>(٢)</sup>	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة) <sup>(١)</sup>	النمو في المؤشر العام لأسعار الأسهم % <sup>(٢)</sup>
١٩٩٨	٤٦٤,٣٧٤		١٨,٥٧٤		١٧٠,١٣	
١٩٩٩	٣٨٩,٤٧٦	٪١٦,١٣-	١٩,١٣٤	٪٣,٠١	١٦٧,٣٥	٪١,٦٣-
٢٠٠٠	٣٣٤,٧٢٤	٪١٤,٠٦-	١١,٢٥١	٪٤١,٢٠-	١٣٣,٠٥	٪٢٠,٥٠-
٢٠٠١	٦٦٨,٦٥٢	٪٩٩,٧٦	١٩,٨٦٧	٪٧٦,٥٨	١٧٢,٧٢	٪٢٩,٨١
٢٠٠٢	٩٥٠,٢٧٢	٪٤٢,١٢	٢٦,٤٧٦	٪٣٣,٢٧	١٧٠,٠٢	٪١,٥٧-
٢٠٠٣	١٨٥٥,١٧٦	٪٩٥,٢٣	٤٩,١	٪٨٥,٤٥	٢٦١,٤٥	٪٥٣,٧٨
٢٠٠٤	٣٧٩٣,٢٥١	٪١٠٤,٤٧	٥٨,١٩٣	٪١٨,٥٢	٤٢٤٥,٦٣	٪١٥٢٣,٨٦
٢٠٠٥	١٦٨٧١,٠٥١	٪٣٤٤,٧٦	٩٤,٠٦٨	٪٦١,٦٥	٨١٩١,٥١	٪٩٢,٩٤
٢٠٠٦	١٤٢٠٩,٨٧	٪١٥,٧٧-	١٠١,١٣٥	٪٧,٥١	٥٥١٨,٠٩	٪٣٢,٦٤-
٢٠٠٧	١٢٣٤٨,١٠١	٪١٣,١٠-	٩١,٢	٪٩,٨٢-	٧٥١٩,٢٥	٪٣٦,٢٧
٢٠٠٨	٢٠٣١٨,٠١٤	٪٦٤,٥٤	٩١,٥٤٦	٪٠,٣٨	٦٢٤٣,١٤	٪١٦,٩٧-
٢٠٠٩	٩٦٦٥,٣١	٪٥٢,٤٣-	٩١,٣٣٣	٪٠,٢٣-	٥٥٢٠,١٤	٪١١,٥٨-
٢٠١٠	٦٦٨٩,٩٨٧	٪٣٠,٧٨-	١٠٢,١٧٧	٪١١,٨٧	٥٣١٨,٠٢	٪٣,٦٦-
٢٠١١	٢٨٥٠,٢٥٢	٪٥٧,٤٠-	٥٨,١٧	٪٤٣,٠٧-	٤٦٤٨,٤١	٪١٢,٥٩-
٢٠١٢	١٩٧٨,٨١٣	٪٣٠,٥٧-	٣٣,٨٨٦	٪٤١,٧٥-	٤٥٩٣,٩٥	٪١,١٧-
٢٠١٣	٣٠٢٧,٢٥٥	٪٥٢,٩٨	٣٨,٠٠١	٪١٢,١٤	٤٣٣٦,٧١	٪٥,٦٠-
٢٠١٤	٢٢٦٣,٤٠٤	٪٢٥,٢٣-	٣٢,٨١٤	٪١٣,٦٥-	٤٢٣٧,٦٢	٪٢,٢٨-
٢٠١٥	٣٤١٧,٠٧٩	٪٥٠,٩٧	٣٧,٢٩٨	٪١٣,٦٦	٤٢٢٩,٩٠	٪٠,١٨-
٢٠١٦	٢٣٢٩,٤٦٦	٪٣١,٨٣-	٢٧,٢٠٦	٪٢٧,٠٦-	٤٠٦٩,٧٢	٪٣,٧٩-
٢٠١٧	٢٩٢٦,٢٣٣	٪٢٥,٦٢	٢٥,٧٤٢	٪٥,٣٨-	٤٠٠٩,٤٤	٪١,٤٨-

المصدر: قاعدة بيانات بورصة عمان من إعداد الباحثان

تظهر البيانات الواردة في الجدول (١) بأن حجم التداول في عام ١٩٩٨ بلغ ٤٦٤,٣٧ مليون دينار أردني، في حين بلغ معدل دوران السهم ١٨,٥٧ في ذلك العام، ووصل المؤشر العام لأسعار الأسهم في تلك السنة إلى ١٧٠,١٣ نقطة.

أما الفترة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠٠٥ فقد شهدت نشاطا كبيرا في أداء البورصة وتحسين مؤشراتهما، حيث ارتفع حجم التداول خلال الفترة من ٦٦٨,٦٥ مليون دينار أردني بمعدل نمو (٩٩,٧٦٪) إلى ١٦٨٧١,٠٥ مليون دينار أردني بمعدل نمو (٣٤٤,٧٦٪)، وارتفع معدل دوران السهم من ١٩,٨٧ مرة بمعدل نمو (٧٦,٥٨٪) إلى ٩٤,٠٧ مرة بمعدل نمو (٦١,٦٥٪)، وارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من ١٧٢,٧٢ نقطة بمعدل نمو (٢٩,٨١٪) إلى ٨١٩١,٥ نقطة بمعدل نمو (٩٢,٩٤٪). ويعزى التحسن الملحوظ في أداء مؤشرات بورصة عمان للفترة من عام (٢٠٠١-٢٠٠٥) إلى عدة أسباب، منها أن الأردن قام بتفعيل عملية الخصخصة في تلك الفترة حيث بيعت عام ٢٠٠٢ كامل حصته في كل من شركة الخطوط البحرية الوطنية، وشركة النقلات السياحية، والشركة العامة للتعددين، وشركة تأجير وصيانة الآليات والمعدات، وشركة السياحة العامة، وشركة الملكية الأردنية للسياحة والسفر، كما قامت الحكومة الأردنية ببيع ٥٠٪ من أسهمها في شركة البوتاس العربية عام ٢٠٠٣، كما أن الأزمة العراقية عام ٢٠٠٣ أدت إلى لجوء العراقيين إلى الأردن مصحوبين بتدفقات نقدية كبيرة أثرت إيجابيا على النشاط المالي في الأردن، يضاف إلى ذلك أن البورصة قامت في عام ٢٠٠٥ بإدراج أسهم شركات جديدة ووسعت دائرة المستثمرين لتشمل كافة فئات المجتمع.

بعد عام ٢٠٠٥ أظهر أداء البورصة هبوطا حتى الوصول إلى العام ٢٠٠٨ وحدثت الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى تراجع أداء البورصة، فالمؤشر الوحيد الذي ارتفع هم حجم التداول حيث وصل إلى ٢٠٣١٨,٠١ مليون دينار أردني عام ٢٠٠٨ بمعدل نمو (٦٤,٥٤٪) مقارنة مع ١٦٨٧١,٠٥ مليون دينار أردني عام ٢٠٠٥، بينما أنخفض معدل دوران السهم من ٩٤,٠٧ مرة عام ٢٠٠٥ إلى ٩١,٥٥ عام ٢٠٠٨ بمعدل نمو (٠,٣٨٪)، كما انخفض المؤشر العام للأسعار من ١٩١,٥ نقطة عام ٢٠٠٥ إلى ٦٢٤٣,١ نقطة عام ٢٠٠٨ بمعدل نمو (١٦,٩٧٪).

وفي العام ٢٠٠٩ كان هنالك انخفاضا ملحوظا في أداء البورصة، حيث أن جميع مؤشرات البورصة انخفضت عام ٢٠٠٩ ليصل حجم التداول إلى ٩٦٦٥,٣١١ مليون دينار أردني بمعدل نمو (٥٢,٤٣٪) مقارنة مع ما كان عليه عام ٢٠٠٨ حيث بلغ ٢٠٣١٨,٠١ مليون دينار أردني، وانخفض معدل دوران السهم من ٩١,٥٥ مرة عام ٢٠٠٨ إلى ٩١,٣٣٣ مرة عام ٢٠٠٩ بمعدل نمو (٠,٢٣٪)، كما وانخفض المؤشر العام للأسعار من ٦٢٤٣,٢ نقطة عام ٢٠٠٨ إلى ٥٥٢٠,١ نقطة عام ٢٠٠٩ بمعدل نمو (١١,٥٨٪).

بعد عام ٢٠١٠ تذبذب أداء المؤشرات هبوطا حتى عام ٢٠١٤ نتيجة الربيع العربي الذي أثر على أداء البورصة، فجميع مؤشرات البورصة انخفضت بنسب متفاوتة حيث بلغ حجم التداول ٢٢٦٣,٤٠٥ مليون دينار أردني عام ٢٠١٤ بمعدل نمو (٢٥,٢٣٪) مقارنة مع ٦٦٨٩,٩٨٧ مليون دينار أردني عام ٢٠١٠ بمعدل نمو (٣٠,٧٨٪)، وانخفض معدل دوران السهم من ١٠٢,١٧٧ مرة عام ٢٠١٠ بمعدل نمو (١١,٨٧٪) إلى ٣٢,٨ مرة عام ٢٠١٤ بمعدل نمو (١٣,٦٥٪)، كما وانخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من ٥٣١٨ نقطة عام ٢٠١٠ بمعدل نمو (٣,٦٦٪) إلى ٤٢٣٧,٦٢٤ نقطة عام ٢٠١٤ بمعدل نمو (٢,٢٨٪).

بعد عام ٢٠١٤ شهد أداء البورصة تذبذبا حتى العام ٢٠١٧ ويعزى ذلك إلى الأوضاع السياسية والاقتصادية التي مرت بها المنطقة بشكل عام، حيث انخفض حجم التداول من ٣٤١٧,٠٧٩ مليون دينار أردني عام ٢٠١٥ بمعدل نمو (٥٠,٩٧٪) إلى ٢٩٢٦,٢٣٣ مليون دينار أردني عام ٢٠١٧ بمعدل نمو (٢٥,٦٢٪)، وانخفض معدل دوران السهم من ٣٧,٢٩٨ مرة عام ٢٠١٥ بمعدل نمو (١٣,٦٦٪) إلى ٢٥,٧٤٢ مرة عام ٢٠١٧ بمعدل نمو (٥,٣٨٪)، وانخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من ٤٢٢٩,٩٠ نقطة عام ٢٠١٥ بمعدل نمو (٠,١٨٪) إلى ٤٠٠٩,٤٤ نقطة عام ٢٠١٧ بمعدل نمو (١,٤٨٪).

## ٢. مشكلة الدراسة

لقد أوصت بعض المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وصندوق النقد الدولي بضرورة تطبيق سيادة القانون لتحسين الأداء الاقتصادي، وثبات التشريعات لفترات معقولة لرفع أداء البورصة السريع التأثر بالأزمات المالية العالمية الذي يعتبر جزءا من هذا الأداء الاقتصادي، والذي يعتبر بدوره مهما للأردن لحل بعض المشكلات الاقتصادية المزمنة في الاقتصاد الأردني كمشاكل البطالة والبقر.

### ٣. أهداف وأهمية الدراسة

#### ٣,١ هدف الدراسة

هدفت هذه الدراسة بشكل رئيسي الى استقصاء أثر تطبيق سيادة القانون كمؤشر للحوكمة على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (١٩٩٨-٢٠١٧).

#### ٣,٢ أهمية الدراسة

إن أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان من المواضيع التي لم تحض بالقدر الكافي من البحث، ولذلك تظهر أهمية هذه الدراسة في محاولة استقصاء أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان، ومما يزيد من أهمية هذه الدراسة أيضا حداثة الفترة الزمنية وندرة الدراسات في هذا الموضوع.

### ٤. الطريقة

#### ٤,١ فرضية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على فرضية رئيسة واحدة هي: سيادة القانون تؤثر إيجابيا على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان.

#### ٤,٢ عينة الدراسة

اشتملت هذه الدراسة على بيانات جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة (١٩٩٨-٢٠١٧).

#### ٤,٣ منهج الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على الأسلوب الوصفي التحليلي والقياسي الكمي، حيث تم في الأسلوب الأول تحليل وصفي لتطور كل من سيادة القانون ومؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، بينما تم في الأسلوب الثاني استخدام الأساليب القياسية لاستقصاء تأثير سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان.

#### ٤,٤ مصادر وبيانات الدراسة

تم الحصول على البيانات اللازمة لهذه الدراسة من النشرات والتقارير الصادرة عن المؤسسات والدوائر الحكومية الأردنية وأهمها البنك المركزي الأردني وبورصة عمان، والنشرات الصادرة عن البنك الدولي، ولتغطية الجانب النظري اعتمدت الدراسة على مجموعة من المصادر والمراجع العربية والأجنبية والتي شملت مجموعة من الكتب والمقالات والأبحاث المنشورة والرسائل الجامعية.

#### ٤,٥ متغيرات الدراسة

##### ١. المتغير التابع:

– الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SP): وهو الرقم الذي يقيس المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق النظامي لبورصة عمان مرجحا بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

##### ٢. المتغيرات المستقلة:

– مؤشر سيادة القانون (RL): وهو مؤشر من مؤشرات الحوكمة يتخذ قيما من (-٢,٥) و (+٢,٥) وكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر كلما أعطى ذلك دلالة على درجة أفضل من سيادة القانون (<https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>).

– الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FI): وهو عبارة عن قيمة الاستثمار المالي للأجانب في بورصة عمان ويحسب من خلال نسبة ما يملكه الأجانب خلال سنة معينة في بورصة عمان مضروبا بالقيمة السوقية للبورصة في تلك السنة.

– الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP): هو القيمة السوقية بالأسعار الثابتة (مليون دينار) للسلع والخدمات النهائية التي يتم إنتاجها في بلد معين في فترة زمنية محددة، حيث تم استخدام السنة (١٩٩٤) كسنة أساس.

- سعر الفائدة الحقيقي (R): هو الوسط المرجح لأسعار الفائدة الممنوح على التسهيلات الائتمانية (قروض وسلف) خلال فترة زمنية مخصصا منه معدل التضخم الحاصل خلال تلك الفترة.

#### ٤,٦ نتائج التحليل القياسي

جاءت هذه الدراسة بهدف استقصاء أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (١٩٩٨-٢٠١٧). وسعيا إلى اختبار فرضية الدراسة، تم الاعتماد على طريقة تحليل السلاسل الزمنية.

واستنادا إلى الدراسات السابقة مثل دراسة (Boadi & Amegbe, 2017) والنظرية الاقتصادية فقد تم الاعتماد على النموذج القياسي التالي:

$$SP = F (RL, FI, RGDP, R)$$

حيث جميع الرموز كما عرفت أعلاه.

تم أخذ اللوغاريتم لجميع متغيرات الدراسة باستثناء متغير سعر الفائدة الحقيقي (R) وذلك لوجود قيم سالبة في بياناته، ومتغير سيادة القانون (RL) لانخفاض قيمه، وعليه يكون النموذج المستخدم شبه لوغاريتمي (Semi - Log) كما في النموذج التالي:

$$LSP = \beta_0 + \beta_1 RL + \beta_2 LFI + \beta_3 LRGDP + \beta_4 R + U$$

ومن أجل إجراء التحليل القياسي لا بد من إجراء بعض الاختبارات التشخيصية الأولية التي قد تساعد في اختيار طريقة التقدير المناسبة. ومن أهم هذه الاختبارات اختبار جذر الوحدة للسكون، اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، واختبار التكامل المشترك. حيث كانت نتائج هذه الاختبارات كما يلي:

#### اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF)

بهدف استقصاء سكون متغيرات الدراسة، تم الاستعانة باختبار ديكي - فولر الموسع (ADF) وفقا للقاطع، وكانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (٢).

#### جدول (٢): نتائج اختبار جذر الوحدة (ديكي- فولر الموسع)

التغير	المستوى		الفرق الأول		الفرق الثاني		RESULT
	الاحتمالية	القيمة المحسوبة	الاحتمالية	القيمة المحسوبة	الاحتمالية	القيمة المحسوبة	
LSP	٠,٥٠٩٨	-١,٥٠٤٢٤	٠,٤٢٦	-٣,١٢٥٣٢	٠,١٠٢٥	-٢,٦٧٥٢٦	I (1)
RL	٠,٠٨٦٨	-٢,٧٣٤٢٩	٠,٠٠٦	-٤,١١١٥٣	٠,٠٠٠٣	-٥,٧٨٠٧٨	I (0)
LFI	٠,٥٢٦٣	-١,٤٧٠٣٥	٠,٤٢٨	-٣,١٢٢٤٧	٠,٠٠٠٠	-٧,٨٣٢٥٢	I (0)
LRGDP	٠,١٥٧١	-٢,٣٩٣٣٨	٠,٦٨١٢	-١,١٢٦٧٥	٠,٠٠٦	-٤,١٤٥١٧	I (2)
R	٠,٠٣٦١	-٣,١٩٨٢٥	٠,٠٠٠٠	-٨,١٧٧٨٤	٠,٠٠٤٩	-٤,٣٤٥٣٨	I (0)

LSP: اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الأسهم

RL: مؤشر سيادة القانون

LFI: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبي غير المباشر

LRGDP: اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

R: سعر الفائدة الحقيقي

تشير النتائج في الجدول (٢) إلى أن السلاسل الزمنية لمتغير (سعر الفائدة الحقيقي) ساكنة عند مستواها أي (0) I. أما المتغيرات (مؤشر أسعار الأسهم، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ومؤشر سيادة القانون) فهي ساكنة بعد اخذ الفرق الأول أي (1) I، أما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فكان ساكنا بعد اخذ الفرق الثاني أي (2) I وجميعها عند مستوى ٥٪.

### اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection)

ويتضمن خلال جدول (3) أن عدد فترات التباطؤ الزمني الأمثل هو واحد حسب جميع المعايير المستخدمة في هذا المجال.

#### جدول (3): نتائج اختبار تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني

عدد فترات التباطؤ الزمني	LR	FPE	AIC	SC	HQ
.	غير متوفرة	٠,٠٠٠١١١	٥,٠٨٠٨٦٣	٥,٣٢٩٤	٥,١٢٢٩٢٦
١	١٣٢,٠٤٨٥*	٦,٦٧٤-٠٨*	-٢,٤٤٥١٣٦*	-٠,٩٥٣٩١٧*	-٢,١٩٢٧٦٣*

\*فترة التباطؤ الزمني التي تم اختيارها وفقا للاختبار المعني.  
LR: نسبة الإمكان

FPE: معيار خطأ التنبؤ النهائي

AIC: معيار أكايك

SC: معيار شوارتز

HQ: معيار هانان - كوين.

### اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

بعد إجراء اختبار سكون السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات، فإنه هناك إمكانية وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين هذه السلاسل الزمنية عن طريق اختبار التكامل المشترك (Johansen, 1988) وعند إجراء هذا الاختبار كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (٤).

#### جدول (٤): اختبار جوهانسن للتكامل المشترك حسب (Trace test) واختبار (Max Eigen value)

عدد متجهات التكامل المشترك	Eigen Value قيمة ايجن	Trace statistic اختبار الأثر	Critical Value 5% القيمة الحرجة	Prob** الاحتمالية
None *	٠,٩٧١٥٩	١٤٣,٠٨٦٥	٦٩,٨١٨٨٩	.
At most 1 *	٠,٨٩٣٥١٥	٧٨,٩٨٨٣١	٤٧,٨٥٦١٣	.
At most 2 *	٠,٦٦٩٦٦٤	٣٨,٦٧٢٧٦	٢٩,٧٩٧٠٧	٠,٠٠٣٧
At most 3 *	٠,٤٩٠٤٧٢	١٨,٧٣٥١٤	١٥,٤٩٤٧١	٠,٠١٥٧
At most 4 *	٠,٣٠٦٨٩٢	٦,٥٩٨٢٥٥	٣,٨٤١٤٦٦	٠,٠١٠٢

\*\* تشير النتائج إلى وجود قيمه واحدة على الأقل للتكامل المشترك

حيث تشير نتائج الجداول (٤) إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وبذلك فإن نتائج اختبار التكامل المشترك يؤكد وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

### اختبار جرينجر للسببية Granger Causality Test

لتحديد طبيعة العلاقة السببية واتجاهها بين مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر سيادة القانون، وكذلك العلاقة السببية بين باقي متغيرات نموذج الدراسة التي من الممكن أن تكون علاقة أحادية الاتجاه أو تكون علاقة تبادلية أو ثنائية الاتجاه أو عدم وجود علاقة، فقد تم اللجوء إلى استخدام اختبار جرينجر للسببية، ويوضح الجدول (٥) نتائج اختبار السببية:

#### جدول (٥): نتائج اختبار السببية

القرار	الاحتمالية	F المحسوبة	المشاهدات	الفرضية العدمية
نرفض *	٠,٠٣٠١	٤,٦٤١٠٨	١٨	LSP لا يؤثر في LSP
لا نرفض	٠,٥٤٧١	٠,٦٣٢٠٣	١٨	LSP لا يؤثر في RL
نرفض *	٠,٠٣٢٦	٤,٥٠٥٣٦	١٨	LSP لا يؤثر في LFI

نرفض*	٠,٠٤٩١	٣,٨٣٥٢٦		LSP لا يؤثر في LFI
لا نرفض	٠,٦٧٨٨	٠,٣٩٩٢٢	١٨	LRGDP لا يؤثر في LSP
لا نرفض	٠,٥٥٧٨	٠,٦١٠٦٨		LRGDP لا يؤثر في LSP
لا نرفض	٠,٦٠٤٥	٠,٥٢٣٣٤	١٨	R لا يؤثر في LSP
لا نرفض	٠,٤٢١٥	٠,٩٢٣٨٥		R لا يؤثر في R

\*نرفض عند مستوى معنوية ٥٪

\*\*نرفض عند مستوى معنوية ١٠٪

LSP: اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الأسهم

RL: مؤشر سيادة القانون

LFI: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبي غير المباشر

LRGDP: اللوغاريتم الطبيعي للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي

R: سعر الفائدة الحقيقي

يلاحظ من الجدول (٥) وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من مؤشر سيادة القانون باتجاه مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان، وجود علاقة تبادلية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والرقم القياسي لأسعار الأسهم، أي أن كلاهما يؤثر في الآخر. ومن الجدير بالذكر بأن اختبار جرينجر للسببية يبين الأثر المباشر فقط ولا يبين الأثر غير المباشر.

### نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) (Vector Autoregression Model)

إن اختبار سكون السلاسل الزمنية الذي بين أن سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة هي مختلفة، I (2)، I (1)، I (0)، وبذلك فإن طريقة التقدير المناسبة لنموذج الدراسة هي نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR).

يعتمد نموذج متجه الانحدار الذاتي على استخدام أداتين رئيسيتين في التحليل هما تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، وتحليل دالة الاستجابة الفورية لردة الفعل (Impulse Response Function)، ولقد تم استخدام هذا النموذج وفقاً للترتيب التالي: (حجم التداول، مؤشر سيادة القانون، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وسعر الفائدة الحقيقي).

### تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

من أجل التعرف على مقدار التباين في التنبؤ بسيادة القانون في معادلة حجم التداول العائد إلى خطأ التنبؤ في سيادة القانون ذاته، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج الدراسة. وبعد أن تم تحليل مكونات التباين لحجم التداول، وكانت النتائج كما تظهر من الجدول (٦).

جدول (٦): نتائج تحليل مكونات التباين لمؤشر أسعار الأسهم

الفترة	LSP	RL	LFI	LRGDP	R
١	١٠٠	.	.	.	.
٢	٨٦,٥٦٥٥٥	١٠,٦٣٧٥٨	٠,٩١٣٨٣٣	٠,٤١٩٩٤٨	١,٤٦٣٠٨٩
٣	٨٥,٦٤٩٩٧	٧,٧١٠٨٨٣	٠,٦٥٨٣٨٥	٣,٧٩٧٨٥٣	٢,١٨٢٩١١
٤	٧٥,٩٢٨٠٢	١٧,١٤٥٩٣	٠,٤٧٤٠٥٩	٤,٧٢٢٧٩٦	١,٧٢٩١٩٤
٥	٧٤,١٧٧٤٣	١٩,٠٤٠٩	٠,٦٩٨٢٣	٤,٢٤٠٣٨	١,٨٤٣٠٦١
٦	٧٣,٦٧١٦	١٩,٠٧٠٩٨	٠,٨٠٤٠٠٨	٤,٣٩٤٧٢١	٢,٠٥٨٦٩٦
٧	٧٢,١٤٦٩٤	٢٠,٢٧٦٠٩	٠,٨٤٤٢٢٩	٤,٦٥٨١٠٦	٢,٠٧٤٦٣٢
٨	٧٢,٠٣٦٦١	٢٠,٢٤٩٥٥	٠,٩٧١٤٥٤	٤,٦٧٩٥١٥	٢,٠٦٢٨٧٢
٩	٧٢,٣٠٩١٤	٢٠,٠٢٦٥٤	٠,٩٦٦٠٣٣	٤,٦٥٠٣٣٤	٢,٠٤٧٩٦١
١٠	٧٢,٣٣٠٩٨	١٩,٩٩٣٢٥	٠,٩٧٠٠٠٢	٤,٦٥٥٣٦٧	٢,٠٥٠٣٩٦

ملحوظة: الترتيب هو من اليسار لليمين: (LSP, RL, LFI, LRGDP, R)

LSP: اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الأسهم

RL: مؤشر سيادة القانون

LFI: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبي غير المباشر

LRGDP: اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

R: سعر الفائدة الحقيقي

وقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (٦) أن مؤشر أسعار الأسهم يتأثر بسيادة القانون حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في سيادة القانون تفسر حوالي (١٠,٦٣٧٪) من تنبؤ الخطأ في مؤشر أسعار الأسهم، أي أن مثل هذه النسبة تشير إلى النسبة المئوية من تباينات تنبؤ خطأ سعر السهم التي تم تفسيرها من خلال سيادة القانون. ويلاحظ أن هذه النسبة تزداد لتصبح (٢٠,٠٢٦٪) في الفترة التاسعة، ثم تقل قليلاً لتصبح (١٩,٩٩٣٪) في الفترة العاشرة، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم ليس لفترة واحدة بل لفترات زمنية لاحقة أيضاً، وهذا يدل على أن تغير سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم يكون بتباطؤ زمني.

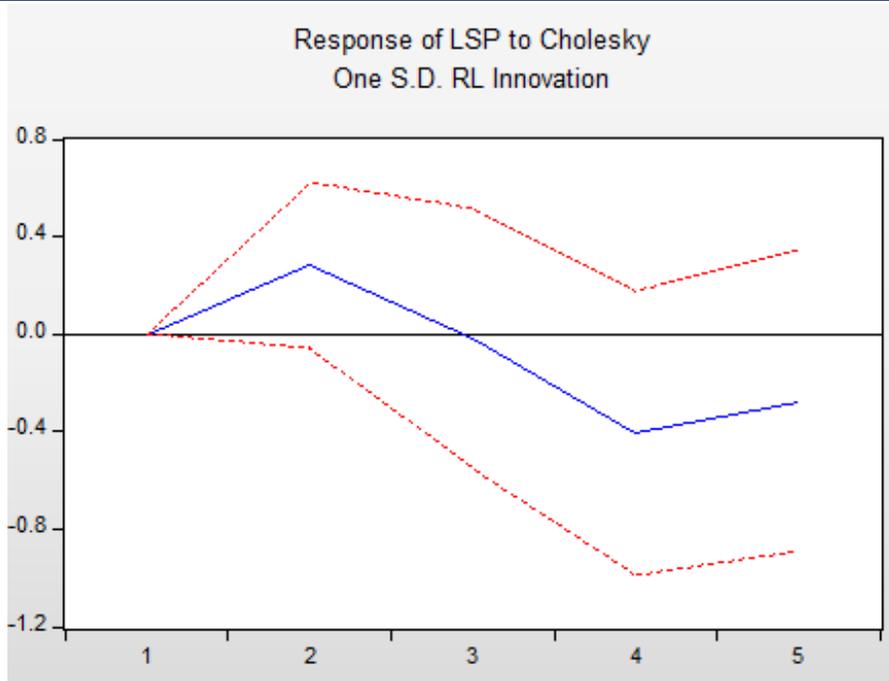
كما تظهر نتائج التحليل في الجدول (٦) أن سعر السهم يتأثر بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في الاستثمار الأجنبي غير المباشر تفسر حوالي (٠,٩١٣٪) من تنبؤ الخطأ في سعر السهم، ويلاحظ أن هذه النسبة تتذبذب في الفترات اللاحقة لتصبح (٠,٩٧٠٠٪)، في الفترة العاشرة، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في الاستثمار الأجنبي غير المباشر على سعر السهم ليس لفترة واحدة بل لفترات زمنية لاحقة أيضاً، وهذا يدل على أن تغير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على سعر السهم يكون بتباطؤ زمني.

كما وتظهر نتائج التحليل أيضاً في الجدول (٦) أن سعر السهم يتأثر بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تفسر حوالي (٠,٤١٩٩٪) من تنبؤ الخطأ في سعر السهم، ويلاحظ أن هذه النسبة تزداد لتصبح (٤,٦٥٥٤٪) في الفترة العاشرة، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على سعر السهم ليس لفترة واحدة بل لفترات زمنية لاحقة أيضاً، وهذا يدل على أن التغير بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على سعر السهم يكون بتباطؤ زمني.

كما تظهر نتائج التحليل في الجدول (٦) أن سعر السهم يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي، حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في سعر الفائدة الحقيقي تفسر حوالي (١,٤٦٣٠٪) من تنبؤ الخطأ في سعر السهم، ويلاحظ أن هذه النسبة تزداد في الفترة الثانية لتصبح (٢,١٨٢٩٪)، ثم تنخفض إلى أن تصل حوالي (٢,٠٥٠٪) في الفترة العاشرة مما يشير إلى أن قوة تأثير التغير في سعر الفائدة الحقيقي على سعر السهم ليس لفترة واحدة بل لفترات زمنية لاحقة أيضاً، وهذا يدل على أن تغير سعر الفائدة الحقيقي على سعر السهم يكون بتباطؤ زمني.

### دالة الاستجابة لردة الفعل Impulse Response Function

والشكل (٢) يبين استجابة ردة فعل مؤشر أسعار الأسهم لسيادة القانون وهو الهدف الرئيسي للدراسة، حيث يتضح من الشكل أن ارتفاع مؤشر سيادة القانون له تأثير إيجابي على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان في بداية الفترة، بمعنى أن سيادة القانون تؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم لفترة زمنية تمتد إلى حوالي ثلاث سنوات، ثم يبدأ هذا التأثير بالتضاؤل. وتتفق هذه النتيجة مع النتيجة التي توصل إليها (Boadi & Amegbe, 2017) من حيث وجود تأثير إيجابي لسيادة القانون على الأداء المالي للأسواق المالية، بينما لا تتفق مع نتيجة دراسة جعيدي (٢٠٠٧) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين مستوى الحاكمية وأداء أسهم البورصة.



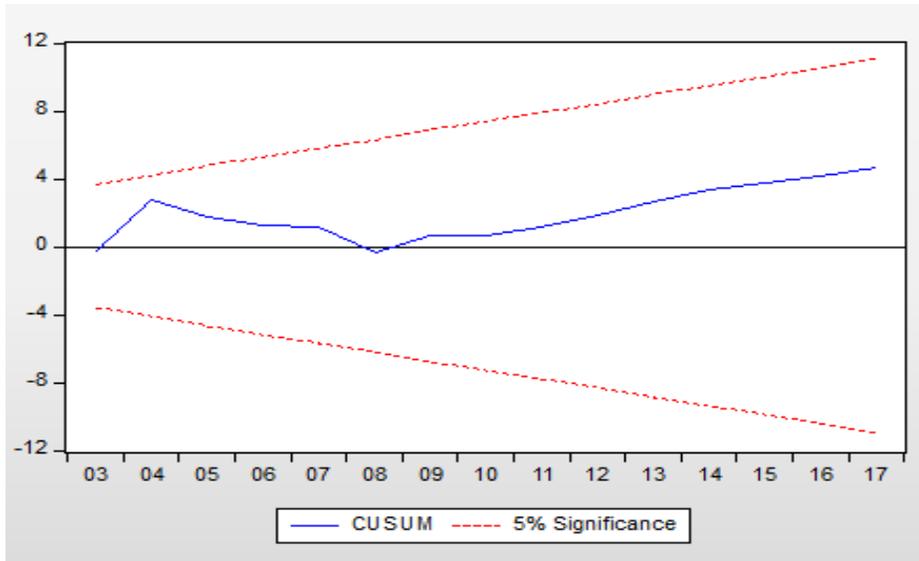
الشكل (٢): استجابة ردة فعل مؤشر أسعار الأسهم لسيادة القانون

LSP: اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار الأسهم

RL: مؤشر سيادة القانون

### اختبار كوزوم للاستقرارية (CUSUM Stability Test)

بعد إجراء اختبار كوزوم للاستقرارية، تبين من الشكل (٣) أن منحنى الأخطاء يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية ٥٪، وعليه فإنه لا يوجد حاجة لتقسيم الفترة (١٩٩٨-٢٠١٧) إلى فترات جزئية، وبالتالي يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية واحدة.



الشكل (٣): اختبار كوزوم للاستقرارية CUSUM Test

## ٥. نتائج الدراسة ومناقشتها

بناء على نتائج التحليل القياسي المتعلقة باستقصاء أثر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان للفترة (١٩٩٨-٢٠١٧)، أظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

١. تشير نتائج تحليل التكامل المشترك إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين جميع متغيرات الدراسة، ونتائج الاختبار تؤكد على وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.
٢. يتضح من اختبار السببية وجود علاقة أحادية الاتجاه تتجه من الاستثمار الأجنبي غير المباشر باتجاه مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان ووجود علاقة تبادلية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والرقم القياسي لأسعار الأسهم.
٣. وتشير نتائج تحليل مكونات التباين إلى تأثير سعر السهم بسيادة القانون، حيث تبين أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في سيادة القانون تفسر حوالي (٦٣٧,١٠٪) من تنبؤ الخطأ في سعر السهم، وتزايد هذه النسبة في الفترة التاسعة لتصبح (٢٠,٠٢٦٪) ومن ثم تبدأ بالتناقص لتصل إلى (١٩,٩٩٣٪) في الفترة العاشرة، وهذا يدل على أن تغير سيادة القانون على سعر السهم يكون بتباطؤ زمني.
٤. أظهرت دالة الاستجابة لردة الفعل تأثيراً إيجابياً لمؤشر سيادة القانون على مؤشر أسعار الأسهم.

## ٦. التوصيات

- وبناء على النتائج التي تم التوصل إليها، فإن هذه الدراسة توصي بما يلي:
١. ضمان تنفيذ القوانين والأنظمة وتطبيقها على الجميع بعدالة وذلك من خلال التعاون بين السلطة التنفيذية (الحكومة) والسلطة التشريعية والقطاع الخاص ومؤسسات المجتمع المدني.
  ٢. ضرورة الاهتمام بتطوير سياسات بورصة عمان، حيث يعتبر سوقاً ناشئاً وبحاجة إلى التطوير، والعمل على جذب وتوجيه المستثمرين للاستثمار في بورصة عمان محلياً أو خارجياً، وتقديم كافة المعلومات للمستثمرين والتركيز على زيادة الوعي الاستثماري، الأمر الذي يعمل على زيادة ثقتهم والذي من شأنه زيادة النمو الاقتصادي.
  ٣. الحاجة إلى المزيد من الدراسات التي تتناول موضوع تأثير سيادة القانون على باقي مؤشرات أداء بورصة عمان.

## بيان تضارب المصالح

يقر جميع المؤلفين أنه ليس لديهم أي تضارب في المصالح.

## المراجع

- البنك المركزي الأردني. (ب. د. ت). بيانات إحصائية سنوية وأعداد مختلفة من النشرة الإحصائية الشهرية. تم استرجاعه من الموقع: <http://www.cbj.gov.jo>
- البنك المركزي الأردني. (ب. د. ت). تقرير الاستقرار المالي ٢٠١٧. تم استرجاعه من الموقع: <http://www.cbj.gov.jo>
- بورصة عمان. (ب. د. ت). <http://www.ase.com.jo>
- جعدي، عمر. (٢٠٠٧). مستوى الحاكمية المؤسسية وأثرها في أداء الشركات: دراسة تطبيقية لنموذج (CLSA) على الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية [أطروحة دكتوراة غير منشورة]. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- خلف، ربيع. (٢٠١٦). أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، (٤٧).
- خليل، هاني محمد. (٢٠٠٩). مدى تأثير تطبيق حوكمة الشركات على فجوة التوقعات في مهنة المراجعة في فلسطين" (دراسة تحليلية لآراء المراجعين والمستثمرين) [رسالة ماجستير]. الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

السليم، أسامة تليتان. (٢٠١٣). أثر مؤسسات المجتمع المدني على تعزيز الدستور في إطار عملية التحول نحو الديمقراطية في الأردن (١٩٨٩م-٢٠١٢م). *مجلة المنارة للدراسات والأبحاث*، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، ١٦(٤).

علاونة، محمود. (٢٠١٤). أثر الانقسام السياسي الفلسطيني على مبدأ سيادة القانون في قطاع غزة "معالجات قانونية مختارة"، معهد الحقوق، جامعة بيرزيت، فلسطين.

متاني، بلال والبشير، أمين وبركات، حمدي. (٢٠١٧). أثر حوكمة القطاع العام على نمو الناتج المحلي الإجمالي: دراسة حالة المملكة الأردنية الهاشمية. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية*، ٤(٢).

## References

- Ajide, K. B. (2014). **Quality of governance and stock market performance: the Nigerian experience.** *Economic and Financial Review*, 52(3), 6.
- Boadi, I., & Amegbe, H. (2017). **The link between quality of governance and stock market performance: International level evidence.** *European Journal of Government and Economics*, 6(1), 78-101.
- Bufford, S. L. (2005). **International rule of law and the market economy-an outline.** *Sw. JL & Trade Am.*, 12, 303.
- Eita, J. H. (2015). **The role of governance indicators in stock market development of selected sub-Saharan economies.** In Biennial Conference of the Economic Society of South Africa (ESSA). 2-4.
- Johansen, S. (1988). **Statistical analysis of cointegration vectors.** *Journal of economic dynamics and control*, 12(2-3), 231-254.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). **Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets.** *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Lehnert, T. (2019). **Asset pricing implications of good governance.** *Plos one*, 14(4), e0214930.
- Low, S. W., Tee, L. T., & Kew, S. R. (2015). **Does the quality of governance matter for equity market risk? Evidence from emerging and developed equity markets.** *Journal of Business Economics and Management*, 16(3), 660-674.
- UNHCR global website. (2004). **The rule of law and transitional justice in conflict and post-conflict societies: Report of the Secretary-General.** Retrieved from: <https://unhcr.org/media/rule-law-and-transitional-justice-conflict-and-post-conflict-societies-report-secretary>
- World Bank. (1992). **Governance and Development.** Washington, Retrieved from: <https://info.worldbank.org/gov/governance/wgi/index>