

المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية- دراسة حالة بورصة عمان - الأردن 1994-2015

د/شريف بوقصبية
جامعة الوادي

د/ علي بوعبد الله
جامعة بسكرة

Abstract :

In emerging markets there are many factors that attract foreign investment in the financial portfolio, the most important of gross domestic product :which are (GDP) growth, market efficiency, and profit expectations, and vary depending on the features of the economies of the countries.

This study aims to find out the determinants of foreign investment in the securities market in the Amman Stock Exchange and compare the results with previous studies. We used the multiple regression model for 22 years, ie, data between 1994 and 2015. The results indicate a nearly similarity in the results with previous studies. We found that attracting foreign investment in Jordan should maintain GDP growth, exchange rate stability and also cut down the value of external debt

Key words: Foreign investment in financial portfolios, gross domestic product GDP, stock market

المخلص :

في الأسواق الناشئة هناك العديد من العوامل التي تؤدي إلى جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية من أهمها نمو الناتج المحلي الإجمالي، وكفاءة السوق، وأيضا توقعات الأرباح وتختلف باختلاف ميزات اقتصاديات الدول.

وتهدف هذه الدراسة إلى استكشاف محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة النتائج بدراسات سابقة، وطبقنا نموذج الانحدار المتعدد لمدة 22 سنة أي بيانات تتراوح بين 1994 و2015، وتشير النتائج إلى تطابق في النتائج تقريبا مع الدراسات السابقة، وتوصلنا إلى أن لجذب الاستثمار الأجنبي في الأردن يجب المحافظة على نمو الناتج المحلي الإجمالي واستقرار سعر الصرف وأيضا تخفيض قيمة الديون الخارجية.

الكلمات المفتاحية: استثمار أجنبي في المحافظ المالية، الناتج المحلي الإجمالي، سوق الأوراق المالية.

مقدمة:

عرف تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الدول النامية تطورا كبيرا خاصة في تسعينيات القرن الماضي، بسبب انفتاح اقتصادياتها في ظل العولمة المالية، خاصة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، الذي يعرف بالأموال الساخنة (سريعة التقلب)، وتتفاوت القيمة المتدفقة من هذا الاستثمار من دولة إلى أخرى، باختلاف خصائص ومميزات اقتصاديات هذه الدول أما في الدول العربية فلم يتطور هذا الاستثمار إلا السنوات الأخيرة وهذا راجع لحدائثة أسواقها المالية وانغلاق اقتصادياتها في أحيان أخرى، خوفا من حدوث أزمات في أسواقها، ولكن أيضا يختلف تدفق هذا الاستثمار باختلاف ميزات كل دولة، فمثلا تأتي في المرتبة الأولى البورصة الأردنية فوصل إلى أكثر من 50 بالمائة من الرسملة البورصية، أما مثلا السعودية فلم يتعدى 4 بالمائة بسبب انغلاق هذا السوق ولم يسمح بهذا الاستثمار إلا بعد 2015 وبضوابط.

إشكالية البحث:

و مما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

ما هي المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بسوق عمان للأوراق المالية في الفترة 1994-2015 ؟

1- فرضيات البحث:

وعلى ضوء إشكالية الرئيسية للبحث قمنا ببناء فرضيات البحث التالية:

الفرضية الأولى: المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي تتمثل في تطور مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: تعتبر المتغيرات الكلية للاقتصاد الأردني هي المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

2- منهجية البحث: تم الاعتماد على المنهج الوصفي لمختلف مفاهيم البحث في الإطار النظري والمنهج التحليلي وأيضا القياسي في الجانب التطبيقي لدراسة إشكالية البحث ومعرفة محددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية بعمان.

3- الدراسات السابقة: تطرقت العديد من الدراسات لهذا الموضوع خاصة في الأسواق الناشئة الآسيوية وأمريكا اللاتينية، ومن أهمها:

● دراسة Su-chang Yang، Fayyaz Ahmad بعنوان *determinants of foreign portfolio inflows: analysis and implications for china*، وهدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات الاستثمار في الحوافز المالية في الصين، ومقارنتها مع الهند، واستخدم لهذه الدراسة المتغيرات المستقلة التالية هي الاستثمار الأجنبي المباشر، الناتج المحلي الإجمالي سعر الصرف، الديون الخارجية، النمو الديمغرافي، وتوصلت هذه الدراسة الى أن أهم محدد هو القروض الخارجية.

● دراسة abdukkadir ,turan ondas بعنوان *determinants of foreign portfolio investments in turkey* وهدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات الاستثمار في الحوافز المالية في تركيا، وتوصلت ان اكبر محددات الاستثمار الأجنبي هو المؤشر الرئيسي لبورصة تركيا، وبدرجة اقل الناتج المحلي الإجمالي.

أولاً: مفاهيم أساسية حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: في ظل توسع و انتشار أسواق الأوراق المالية لم تعد المحفظة الاستثمارية تقتصر فقط على الأصول الحقيقية بل تنوعت لتشمل أيضا الأصول المالية مثل الأسهم و السندات ، و برز شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .

1. مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وخصائصه : رغم الاهتمام الكبير بالاستثمار الأجنبي المباشر ، إلا أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أصبح من أهم تدفقات رؤوس الأموال الدولية .

أ. تعريف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية : من أهم تعاريفه ما يلي:

- **التعريف الأول :** الاستثمار في الحوافز الأجنبية هو أن يقوم فيه الأجنب بإيداع الأموال في بنك بلد ما أو إجراء عمليات استثمار في أسواق الأسهم والسندات، وأحيانا للمضاربة.⁽¹⁾

- **التعريف الثاني:** و يعرف أيضا بأنه " تملك الأجنب للأسهم و السندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار أو للحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم بشرط أن لا يملك الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة المشروع.⁽²⁾

- **التعريف الثالث:** يعرف الاستثمار الأجنبي بالمحافظ بأنه" تلك التدفقات بين الدول المختلفة التي تتجه نحو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية و ليس الاستثمار المباشر بإقامة المشروعات في الدول الأجنبية.⁽³⁾

- **التعريف الرابع:** " يتمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر في استثمارات محافظ البنوك العالمية و صناديق الاستثمار المشتركة الدولية والتي تحظى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الاستثمار في هذه المؤسسات. (4)

- **التعريف الخامس:** "هو الاستثمار الذي يتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات القابلة للتجارة والتبادل ويمثل هذا النوع الأموال الساخنة في البورصات. (5)

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: بأنه الاستثمار غير المقيمين في أوراق الملكية وأيضاً أدوات الدين غالباً في البورصة ، تهدف لتحقيق أرباح قصيرة أو طويلة وتوزيع المخاطر ، بحيث لا يمكن للمستثمر اكتساب حق الرقابة أو الإدارة في الجهة المصدرة للأوراق المالية.

ب. خصائص الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: نوجز أهم الخصائص المميزة لهذا الاستثمار كما يلي:

- سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، حيث يسعى المستثمرون إلى تعديل مراكزهم و بالتالي الخروج والدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية وفقاً لتطور هذه الأسواق، و ما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

- يعمل على زيادة سيولة و عمق أسواق الأوراق المالية :حيث يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف بقراراتها الاستثمارية بطول الأمد، و تكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار و تنفيذه.

- صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات و ضبطها، حيث قد تتسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعوامل عديدة ، الأمر الذي يؤثر على استقرار أسواق الأوراق المالية في الدولة المضيفة .

- قد لا يساهم هذا النوع من الاستثمار الأجنبي بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني و ذلك لأنه يتمثل في استثمار في الأوراق المالية المدرجة في البورصة .

- يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وإعطاء المعلومات سرعة وشفافية عالية.(6)

- ينحصر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في المبادلة و المتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر .

- الهدف الرئيسي له هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي مع تخفيض المخاطرة من خلال هذا التنوع.

- يمكن تصنيف المستثمر الأجنبي إلى نوعين أساسيين وهما مستثمرين أجنبى أفراد ومستثمرين أجنبى مؤسسات.

- يمكن أن يكون الاستثمار الأجنبي غير المباشر استثمارا أجنبيا مباشرا، وذلك يتوقف على النسبة ملكية المستثمر الأجنبي التي تمكنه من الحق في الرقابة والمشاركة في إدارة المشروع الاستثماري.

2. محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية : للاستثمار الأجنبي غير المباشر

محددات متنوعة تحكمه و تضبط تحركاته قسمت إلى عوامل داخلية و أخرى خارجية .

أ.العوامل الداخلية: ترتبط هذه العوامل بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضا ببنية سوق الأوراق المالية المحلية ، نوضحها كما يلي:

* **السياسات الاقتصادية الكلية** : تعتبر السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة المحدد الرئيسي الأول لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر سواء كان ذلك في شكل تدفقات قصيرة أو طويلة الأجل ، حيث يؤدي مثلا تطبيق برامج ناجحة لاستقرار الأسعار إلى زيادة معدلات العائد على الاستثمار ، و زيادة جاذبية السوق المحلي للمستثمر الأجنبي ، كما ترتبط هذه التدفقات بالتغيرات الاقتصادية الكلية و هذا لتأثيرها على سوق الأوراق المالية ، فارتفاع معدل النمو الاقتصادي وانخفاض معدل التضخم واستقرار أسعار الصرف من شأنه زيادة نمو سوق الأوراق المالية ، ومن ثم زيادة تدفق الاستثمار المحلي و الأجنبي على الأدوات المالية.

* **النمو الاقتصادي**: إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة من شأنه إثارة الانتباه و زيادة الاهتمام لدى المستثمر الأجنبي ، وبالتالي تحفيزه للإقبال على الاستثمار في السوق المحلية من أجل الاستفادة من عوائد مرتفعة ، هذا الإقبال للمستثمرين الأجنبى يرافقه زيادة في الطلب على الأوراق المالية المتداولة في البورصة المحلية ، و هو ما يعني زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى داخل البلد.

* **معدل التضخم** : لمعدل التضخم تأثير كبير و مباشر على سياسات التسعير وحجم الأرباح و بالتالي حركة رؤوس الأموال ، ومن ثم فإن انخفاض معدل التضخم يعد من العوامل الهامة لزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، إذ أن قرارات الاستثمار في

سوق الأوراق المالية طبقا لنظرية المحفظة يتوقف على درجة المخاطرة ومعدلات الفائدة المتوقعة ، هذه الأخيرة في الواقع تتوقف على الربح أو الخسارة الناجمة عن تقلبات السعر السوقي للورقة المالية في السوق ، وكذلك على معدل التضخم في فترة الاستثمار ، فثبات معدل التضخم أو انخفاضه قد يرتب للمستثمر عوائد مستقرة أو متزايدة من حيث قوتها الشرائية مما يحفز على الاستثمار، بينما ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعوائد المتحصل عليها من طرف المستثمر مما قد يدفع هذا الأخير إلى تجنب القيام بعملية الاستثمار أو الاتجاه إلى عمليات الاستثمار قصيرة الأجل ، و الابتعاد عن عمليات الاستثمار طويلة الأجل.

* **سعر الصرف :** يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية ، حيث تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات. (7)

فالاستثمار مثلا في أسواق الأوراق المالية الناشئة يتضمن أصولا مقومة بعملات أجنبية و بالتالي فهي عرضة لمخاطر العملة، أي تلك المخاطر و التقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، مما يؤدي إلى عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، كما يمكن أن تلعب هذه المخاطر دورها في الاتجاه الآخر أيضا، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية للمستثمر و تخلق عائدا غير متوقع و ترتفع مخاطر تقلبات العملة في الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي - و لاسيما في حالات وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي - مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة.

فاستقرار سعر الصرف يشجع الاستثمار الأجنبي غير المباشر والرغبة في الاستثمار بالأسهم و السندات، أما تقلب في هذا السعر وعدم استقراره، يؤدي إلى عدم تشجيع تدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي بل يؤدي إلى خروجها.

* **الخصوصية:** إن التوسع في الخصوصية و خاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركات في شكل أسهم و سندات للاكتتاب العام من طرف المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة. مما يخلق

فرصا استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما تؤدي إلى زيادة كمية و نشاط السوق المحلية و زيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين والأجانب.

* **الحوافز الضريبية:** تؤثر الضرائب المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية و عملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية، ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق ، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء الضريبي على التعاملات في الأوراق المالية و إيراداتها الجارية (أرباح الأسهم الموزعة و فوائد السندات) و على الأرباح الرأسمالية، زيادة في الربح الصافي للمستثمر مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، وبالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية⁽⁸⁾، الأمر الذي يشجع الاستثمار المحلي والأجنبي في السوق المحلي.

* **بنية سوق الأوراق المالية :** نظراً لأهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر في دفع عجلة التنمية تم وضع مجموعة من التدابير الخاصة ببنية سوق الأوراق المالية التي من شأنها جذب المستثمر المحلي و الأجنبي ، تتلخص فيما يلي: ⁽⁹⁾

- **تنظيم سوق الأوراق المالية:** إن الإطار التشريعي والتنظيمي المرن و الفعال له القدرة على التكيف مع المتغيرات المحلية و الدولية المحيطة به، عبر تسهيل المعاملات المالية و توفير الحماية للمستثمرين، و من ثم الوصول إلى سوق عادلة تتاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين عن طريق سن وتنفيذ التشريعات الخاصة بسوق رأس المال اللازمة لضبط التعامل داخل السوق، و تدريب الجهات الرقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق و مراقبة الأداء بشكل حيادي ، و كذلك تسهيل عملية الدخول والخروج من وإلى السوق لتشجيع المنافسة بين المتعاملين و عدم فرض قيود على الاستثمارات الأجنبية ، و حماية حقوق المساهمين التي تتضمن حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الاشتراك في الإدارة ، توزيعات أرباح الأسهم .

- **الإفصاح وتوافر المعلومات:** إن أهم العقبات و المشاكل التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية هي نقص المعلومات، والغموض الذي يكتنف حركة الأسعار و تقييم الأسهم مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن توجيه إيداعاتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية، لذلك فالإفصاح و الشفافية من أركان سلامة المعاملات في البورصة فالشفافية تعني نشر البيانات و المعلومات الكافية من شركات المساهمة المسجلة في البورصة، حيث يجب

على هذه الشركات التخلي عن السرية في نشر المعلومات و الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية بطريقة سليمة و عادلة يؤدي إلى استقطاب المستثمر الأجنبي.

- **جودة و تنوع الأوراق المالية:** يقصد بجودة الأوراق المالية هو مدى اطمئنان المستثمر إلى أنه سوف يحصل على العائد الدوري للأوراق المالية، و كذلك مدى اطمئنانه إلى استرداد قيمة الأوراق المالية نفسها، أما تنوع الأوراق المالية فيقصد به وجود عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية المتداولة في البورصة و التي توافق رغبات معظم المستثمرين من حيث المدة ، قيمة الإصدار... ، فهذا التنوع والجودة يؤدي إلى استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب والمحليين بسبب وجود الكثير من الخيارات أمام المستثمرين ومن ثم تعظيم العائد والتقليل من المخاطرة.

- **وجود شبكة واسعة من السماسرة و شركات الاستثمار و المؤسسات المالية:** إن وجود سماسرة يعتبر أمراً ضرورياً في أسواق الأوراق المالية ، حيث يكتفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السماسر بتنفيذها على وجه السرعة دون حضور المستثمر، فهو يعتبر بمثابة وكيل يتولى تنفيذ الأوامر (بيع وشراء) نيابة عن المستثمر، و وجود شبكة متكاملة من صناديق الاستثمار و المؤسسات المالية المختلفة (كالبانوك وشركات التأمين و صناديق التقاعد) التي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء من شأنه زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ب. العوامل الخارجية: تتمثل في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي و التي لا تسيطر عليها الدولة المستقبلية ، و من أهم هذه العوامل :

* **الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححر المالي :** الذي نتج عنه تغير في البنية التنظيمية للأسواق المالية بصفة عامة و أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة ،حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط و دمج أسواق الأوراق المالية بعضها ببعض، حيث ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة للاتصال السريع ، و اتجاه بعض الدول المتقدمة إلى تخفيف بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية و مشروعاتها في أسواق هذه الدول.

3* **الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة :** مما يدفع بالمستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم ، فعندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق المالية

المحلية للمستثمر فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الأصول المالية للدول الأجنبية.

* **الاتجاه المتزايد نحو تكون محافظ استثمارية دولية:** خاصة من طرف صناديق الاستثمار و شركات التأمين وصناديق التقاعد لما بحوزتها من أموال ضخمة ، فهي إذا تستهدف تشكيل محافظ تتناسب مع سياستها و إستراتيجيتها في تحقيق أهدافها ، إذ عادة ما يتم توجيه هذه الأموال الضخمة إلى أسواق الأوراق المالية للدول التي تشهد نموا ملحوظا في اقتصادياتها.

ثانيا. تحليل تطور الاستثمار الاجنبي في سوق الأوراق المالية بعمان في الفترة (2002-2015) تعتبر بورصة عمان من الأسواق المالية الناشئة و من البورصات الفاعلة في الشرق الأوسط ، مرت بعدة إصلاحات حتى أصبحت على ما هي عليه حاليا ، حيث أن هذه البورصة تولي أهمية بالغة لجانب التنظيمي من خلال تعليمات التداول، و ذلك بالأوامر في البورصة و كيفية تنفيذها من طرف الوسيط المالي في إطار التعليمات و القوانين المعمول بها.

1. نشأة بورصة عمان : أنشأت هذه البورصة عام 1999 لتصبح ورثة سوق عمان للأوراق المالية ، وذلك من أجل إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني وتنظيمه ، و هي أحد مؤسسات سوق رأس المال الأردني (الذي يتكون من هيئة الأوراق المالية، مركز الإيداع وبورصة عمان). حيث تتكون هذه البورصة من ثلاثة قطاعات (القطاع المالي، قطاع الخدمات و قطاع الصناعة) و يتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها و مقدار حجم التداول أيضا لكل منها ، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر لكل قطاع⁽¹⁰⁾. و تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء و مدير تنفيذي يتولى إدارة و متابعة الأعمال اليومية للبورصة ، كما تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين و الوسطاء لحسابهم و كذلك جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

2. تطور سوق الأوراق المالية لعمان خلال الفترة (1999 - 2015): أقدمت على تنفيذ إصلاحات كان من أهم نتائجها مايلي:⁽¹¹⁾

أ. الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد و التداول في البورصة: تم استحداث ثلاث مؤسسات تتكون منها سوق الأوراق المالية ، تتمثل الأولى في

هيئة الرقابة و الاستشراف التي مهمتها تنظيم ترخيص و مراقبة إصدار و تداول الأوراق المالية داخل السوق ، أما الجهاز الثاني فهو البورصة التي تتم فيها عمليات التداول من بيع و شراء للأوراق المالية ، و الجهاز الثالث يتمثل في جهاز مركزي مهمته نقل و إثبات الأوراق المالية و حفظها.

ب. تنظيم مهنة الوساطة : نصت التشريعات على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ، و وضعت الأحكام و الضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات حيث تم الفصل بين مهنة الوساطة في البورصة والنشاط المصرفي الذي تمارسه البنوك.

ج. تطوير نظام التداول: بعد الإصلاحات التي شهدتها البورصة تحول نظام التداول اليدوي إلى تداول الكتروني ، و اعتماد أنظمة وأجهزة كفاءة للتسوية ، و هذا ما ساعد على سهولة و سرعة و شفافية التعامل ، و بالتالي عزز من ثقة المستثمرين في السوق.

د. تحديد واضح لدور البورصة : حيث استهدفت هذه الإصلاحات تأكيد الوظيفة الأساسية للبورصة ، من كونها آلية لتعبئة الإدخارات الوطنية ، و توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.

هـ. استحداث الأوراق المالية للتداول في سوق الأوراق المالية لعمان : من خلال إدخال أدوات جديدة في البورصة كسندات التوريق و الصكوك الإسلامية .

و. الإفصاح و توافر المعلومات: أعطت القوانين المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية بعمان أهمية كبيرة للإفصاح عن المعلومات لما له من دور في تحقيق الشفافية بالسوق ، من خلال الإفصاح و نشر القوائم المالية للشركات المدرجة على أسس معايير المحاسبة الدولية.

3. تحليل واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان و علاقته بأدائها: يتضح هذا الواقع من خلال مقارنة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالاستثمار الأجنبي المباشر ، و الوقوف على أهم التطورات التي حدثت في الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2015)، فتحديد دور أداء هذا السوق في جذب الاستثمار الأجنبي .

أ. ماهية الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية: للتعرف على مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية ، يجب معرفة أهم أشكاله ، و التي من أهمها ما يلي: (12)

*استثمارات الأجانف في مافظة الأوراق المالية في الءاأل: تعرف استثمارات مافظة الأوراق المالية بأنها معاملات مالية تتم عبر الءءوء الدولية؁ تغطي بنوءا عءيدة من أبرزها : الأوراق و الأءوء المالية المءءولة في الأسواق المالية المحلية المنظمة ؁ الأوراق المالية غير المءءولة و الصاءرة عن الءكومات و الكياناء المحلية و كذلك الأءوء المالية المءءولة في أسواق آارجية أخرى ؁ حيث تنقسم العناصر الرئيسية لاستثمارات المافظة القابلة للءءاول في الأسواق المنظمة و غيرها من الأسواق المالية إلى ما يلي:

*استثمارات الأجانف في أءوء آقوق الملكية: تشمل أءوء آقوق الملكية كافة الأءوء و الصكوك التي تثبت آق مالها أو آاملها في آزه من القيمة المءبقية للمؤسساء المساهمة بعء آصم استآقاقات كل الءائنين؁ و تتضمن ما يلي:

- استثمارات الأجانف بالعملة الأجنبية في الأوراق المالية غير المءرجة وكذلك المءرجة في أسواق الأوراق المالية العربية بشرط أن تقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية.

- أءوء آقوق الملكية التي تمثل آق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت بشرط أن تقل عن 10% من الإجمالي أو من قوة التصويب في إءارة هذه العقارات.

- استثمارات الأجانف في وءاء صناءيق الاستثمار المحلية بأنواعها سواء صناءيق الملكية الآاصة أو رأس المال المغامر أو التآوط.

*استثمارات الأجانف في سناءات و أءون الءين: تمثل سناءات و أءون الءين أءوء تعطي آاملها عادة آقا غير مشروط في الءصول على آقل نقءي آابء أو آقل نقءي مءغير يءءء عن طريق التعاقل ؁ و باستثناء السناءات الءائمة تعطي أنواع السناءات الأآرى لآاملها أيضا آقا غير مشروط في مبلغ آابء كسءاء لأصل الءين في آاريخ أو آواريخ مءءة؁ و يشمل ذلك الأسهم الممآازة التي لا تعطي لآاملها آق الءصول على آزه من القيمة المءبقية الموزعة للمؤسسة المساهمة عنء تصفيءها؁ و السناءات القابلة للآءويل إلى أءوء آقوق الملكية؁ و السناءات ذات آواريخ الاستآقاق الاختيارية التي يآل آر موعء لها بمرور عام على آاريخ إصدارها ؁ و تتضمن هذه الفئة أيضا شهااءات الإبءاع القابلة للءءاول ذات آجال السءاء التي آزيب على عام واءء ؁ و غيرها من السناءات؁ و هذا البئء يشمل ما يلي:

- استثمارات الأجانب بعملات أجنبية في سندات و أذون حكومية عربية متوسطة و طويلة الأجل، و كذلك استثماراتهم في الأدوات المالية الصادرة عن كيانات اقتصادية محلية (شركات بنوك) في أسواق المال العالمية.

- استثمارات الأجانب في مختلف أدوات السوق النقدية الصادرة عن الحكومات لآجال قصيرة (لا تفوق السنة) ، و هي أدوات عادة ما تعطي لحاملها حقا غير مشروط في الحصول على مبلغ ثابت منصوص عليه، و في تاريخ محدد ، و عادة ما يجري تداول هذه الأدوات في الأسواق المنظمة بخصم يعتمد على سعر الفائدة ، و الوقت المتبقي من أجل الاستحقاق ، حيث أنه من أمثلتها أذون الخزانة قصيرة الأجل.

***استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل:** فصلت أدوات المشتقات المالية عن بند استثمارات محفظة الأوراق المالية مع صدور الطبعة السادسة لدليل منهجية إعداد و إحصائيات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي في جانفي 2010 وأفردهت بندا مستقلا بذاته ، فالمشتقات المالية تمثل أوراقا و صكوكا قابلة للتداول ضمن البورصات الدولية ، حيث تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتبر محدودا للغاية في المنطقة العربية نظرا لندرة التعامل عليه دوليا من قبل المستثمرين الأجانب في البورصات العربية ، و اقتصره في معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات على التعاملات المحلية فقط.

* **استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل:** تشمل استثمارات السلطات النقدية الأجنبية مثل البنوك المركزية في العالم في العملات و الأوراق المالية و خصوصا السندات و أذون الخزانة الحكومية على سبيل تكوين تلك السلطات الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية.

4. **واقع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان :** يتضح هذا الواقع من خلال :

أ. مقارنة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر مع الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن : نوضح أهم التدفقات المالية للاقتصاد الأردني من خلال الجدول التالي :

الجدول 1: صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الأردن

الوحدة: مليون دينار

المتغير/ السنة	2015	2014	2013	2012	2011
صافي الاستثمار أجنبي المباشر	904.4	1367.5	1270.1	1070.5	1033.1
صافي استثمار في المحفظة	918.4	824.9	1172.5	316.2	169.1
صافي استثمارات أخرى	313.7	391.4	3080.3	94.8	-75.6

المصدر: البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي 2015 ، ص 108.

نلاحظ من خلال الجدول السابق التطور و الزيادة المستمرة في صافي الاستثمار الأجنبي المباشر حيث تطور من 1033.1 عام 2011 إلى أكثر من 1367 مليون دينار سنة 2014 و كان في كل السنوات ايجابيا، أي التدفقات الداخلة أكثر من الخارجة و هذا ما يدل على استقرار نسبي في هذه الاستثمارات رغم الأزمات المتتالية عالميا والأزمة السياسية في الدول المجاورة و أزمة الديون الأوروبية، أما الاستثمارات الأخرى فكانت في أغلب السنوات موجبة ، أي التدفقات الخارجية أكبر من الداخلية إلى الأردن.

في الأخير نقول أن الأردن كان يولي الأهمية للاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل أكبر خلال الفترة (2010 - 2014) لما تتميز به من استقرار نسبي مقارنة بالأنواع الأخرى التي كانت في أغلب الأحيان أهم أسباب الأزمات المالية في العديد من الدول ، إلا أنه في عام 2015 أصبح صافي الاستثمار الأجنبي في المحفظة أكبر من الاستثمار المباشر و يعود ذلك لتفضيل المستثمر الأجنبي للاستثمار غير المباشر خاصة في الظروف الأمنية للمنطقة .

ب. قانون تشجيع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان: يستهدف هذا القانون استقطاب رؤوس الأموال المحلية و الخارجية بهدف تشجيع الاستثمارات الوطنية داخل المملكة ، فلقد تميز هذا القانون بالوضوح و المرونة في إعطاء الإعفاءات و ما تحتاجه من تسهيلات و تبسيط للإجراءات الإدارية و معاملة المستثمرين الأجانب بنفس معاملة الأردنيين ، وكذلك ضمان تحويل عوائد و رأس مال الأجنبي بالعملات الأجنبية ، مع عدم جواز تأميم أو مصادرة ملكية أي مشروع إلا للمصلحة العامة ، حيث يتضح أهم ما جاء به هذا القانون فيما يلي :

- في إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي صدر نظام رقم 54 لعام 2000 ليلغي النظام السابق لعام 1997، و الذي ألغى الحد الأقصى لملكية الأجانب و البالغة 50 % و أصبح المستثمرون الأجانب يعاملون معاملة المستثمرين الأردنيين ، كما يستطيعون امتلاك كل أو جزء من رأس مال الشركات أو المشاريع ، باستثناء بعض القطاعات التي يجب أن لا تتجاوز ملكيتهم فيها 50 % (و هي ثلاث قطاعات إستراتيجية البناء والتجارة والصناعة) .

- معاملة الاستثمارات العربية و الأجنبية نفس معاملة الاستثمارات الأردنية.

- لا يجوز نزع ملكية أي مشروع أو إفصاحه لأي إجراءات تؤدي إلى ذلك إلا إذا تم للمصلحة العامة ، شريطة دفع التعويض العادل للمستثمر بعملة قائمة للتحويل.

- يحق للمستثمر الأجنبي إخراج رأسماله و ما يحققه من عوائد و أرباح إلى خارج المملكة وفقا لأحكام هذا القانون.

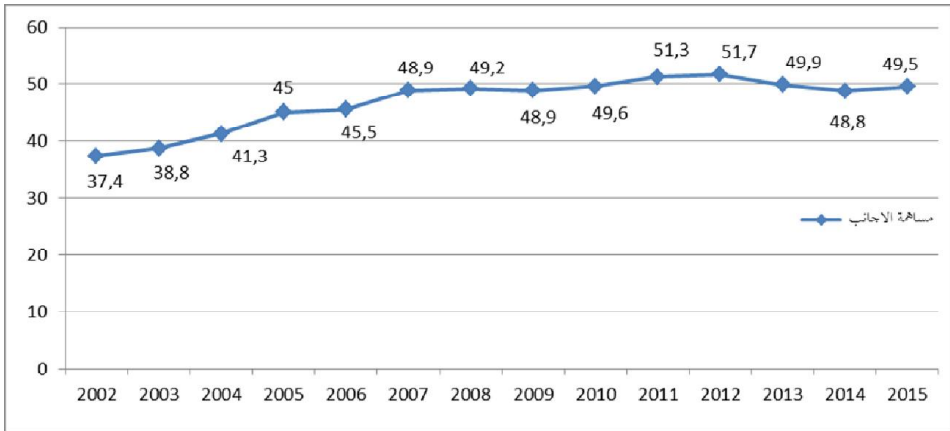
- اعتماد الأصول الثابتة و الأرباح الصافية من الرسوم و الضرائب.

- اعتماد العوائد الدائنة و الدخل السنوي الخاضع للضريبة.

- يتم تسوية النزاعات بين المستثمرين و المؤسسات الحكومية الأردنية وديا ، إذا لم تتم تسوية النزاع خلال فترة لا تزيد عن 06 أشهر يكون الحق لأي طرف اللجوء إلى القضاء أو إحالة النزاع إلى المركز الدولي لتسوية نزاعات الاستثمارات. (13)

ج. تحليل تطور مساهمة المستثمرين الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان: يمكن أن نوضح ذلك بالشكل التالي :

الشكل 1: تطور مساهمة الأجانب في القيمة السوقية في بورصة عمان 2002-2015



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير بورصة عمان (2002-2015)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن التحفيزات و الامتيازات المقدمة من طرف دولة الأردن للمستثمرين الأجانب أتت أكلها ، حيث يتضح ارتفاع مساهمة الأجانب في القيمة السوقية و التي ارتفعت من نسبة 37.4 % عام 2002 إلى 49.5 % في عام 2015، و لكن نلاحظ على انه على الرغم من تأثيرات الأزمة العالمية 2008 وأيضا الأزمة الأمنية والسياسية للدول الإقليمية وتأثيرها على أداء البورصة إلا أن هذه الاستثمارات حافظت على استقرارها في حدود 50% ، مما يدل على أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يتأثر فقط بأداء البورصة في عمان ، و لكن أيضا بعوامل أخرى اقتصادية وسياسية كمنح الاستثمار في الأردن الذي يعتبر الأكثر استقرارا في المنطقة و الجاذب للاستثمار الأجنبي خاصة الخليجي و الأمريكي في ظل توتر الأوضاع في الأسواق المنافسة مثل لبنان وسوريا.

د. تطور تداولات الأجانب في بورصة عمان : سنحدد هذا التطور من خلال تحليل تداولات الأجانب في بورصة عمان ، ثم المقارنة بين تداول المستثمرين الأجانب الأفراد والشركات في هذه البورصة .

* تحليل تداولات الأجانب في بورصة عمان :سنقوم بتحليل تداولات وتعاملات الأجانب للفترة (2010 – 2015) من حيث عدد الأوراق المتداولة و قيمتها ، حيث يتضح حجم تداولات الأجانب عبر الجدول التالي:

الجدول رقم 2: حجم تداولات الأجانب في بورصة عمان

الوحدة: الدينار الأردني

قيمة الأوراق المتداولة للأجانب						
%	تداول كلي	%	بيع	%	شراء	
15	2087783978	15	1051190924	15	1036593054	2010
18	1032970402	16	477177035	19	555793367	2011
15	608244882	14	285297247	16	322947635	2012
28,5	1732128062	26	792633932	31	939494130	2013
16,5	747541091	17	384847324	16	362693767	2014
28	1952822603	28	971119334	28	981703269	2015

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات مركز إيداع الأوراق المالية - عمان، متاح في:

<http://www.sdc.com.jo> ، تاريخ الزيارة : 2016/05/10

حيث يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- انخفاض نسب تداولات الأجنبي في بورصة عمان بالمقارنة مع الأردنيين حيث من الجدول يتضح أن هذه النسبة لم تصل حتى إلى 35% فيما يتعلق بقيمة الأوراق المتداولة من طرف الأجنبي، وحصّة الأسد كانت للأردنيين.

- مثلت التدفقات الداخلة أكبر من التدفقات الخارجة في معظم سنوات الدراسة.

- بمقارنة نسبة مساهمة الأجنبي في القيمة السوقية للبورصة و تداولاتهم نلاحظ أن المستثمرين الأجنبي في البورصة الأردنية يتصفون بالاستقرار في استثماراتهم أي أن تعاملاتهم لا تتصف بالمضاربة ، وهذا بسبب أن نسبة مساهمتهم في القيمة السوقية وصلت مثلا سنة 2015 إلى حدود 50 % و لكن تعاملاتهم لم تتعدى 30 % لنفس السنة.

* مقارنة تداول المستثمرين الأجنبي الأفراد بالشركات في بورصة عمان: لقد تطورت حجم تداولات الأجنبي (أفرادا و شركات) في بورصة عمان خلال الفترة (2010 – 2015) كما يلي :

الجدول 3: تعاملات الأجنبي "أفراد و شركات" خلال الفترة 2010 إلى 2015

الوحدة: الدينار الأردني

المجموع	قيمة التداول		الفترة
	افراد	شركات	
2087783978	928685403	1159098574	2010
100	45	55	النسبة %
1032970402	487920506	545049897	2011
100	48	52	النسبة %
608244890	281957259	326287631	2012
100	47	53	النسبة %
1732128065	391445708	1340682357	2013
100	23	77	النسبة %
747741093	395951540	351589553	2014
100	53	47	النسبة %
1952822607	770163007	1182659600	2015
100	40	60	النسبة %

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير بورصة عمان (2010 – 2015)

من الجدول السابق نلاحظ سيطرت تداولات الشركات الأجنبية على التداول ببورصة عمان في معظم سنوات الدراسة ، حيث بلغت إلى ما نسبته 77% من التداولات الأجنبية في عام 2013 ، و هذا جيد بالنسبة للبورصة لأن استثمار الشركات يعتبر في كثير من الأحيان مستقر بالمقارنة مع الأفراد . و هذا ما يؤكد أن الاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان لا تتصف بالخطورة ، بل هي استثمارات طويلة الأجل أو استثمارات إستراتيجية كاستثمارات صناديق استثمارية و صناديق التقاعد و الحكومات العربية و البنوك المركزية والمؤسسات المالية، و بالتالي فهي غير مضاربة و لا يمكن وصفها بالأموال الساخنة .

ثالثاً. قياس محددات الاستثمار الأجنبي في الحافظة المالية بسوق الأوراق المالية بعمان خلال الفترة 1994-2015.

. توصيف النموذج.

أ. الإطار الزمني للدراسة و مصادر البيانات: اعتمدت الدراسة على البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي الأردني وأيضاً إحصائيات البنك الدولي ، بحيث تم اختيار سلاسل زمنية تمثل بيانات سنوية للمتغيرات المختارة خلال الفترة 1994 إلى 2015 تحتوي 22 مشاهدة حسب الملحق رقم (01).

ب. متغيرات الدراسة.

- المتغير التابع: ويتمثل في الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان ورمزنا له بالرمز FPI

- المتغيرات المستقلة: خلال الجزء النظري والدراسات السابقة تشمل المتغيرات المستقلة على متغيرات من داخل السوق وخارجه وهي:

- سعر الفائدة : وهو متغير من خارج السوق وله تأثير في قرارات الاستثمار ، و يمثل سعر إعادة الخصم في البنوك التجارية، والعلاقة النظرية بين هذا المؤشر والمؤشر التابع هي علاقة طردية، ورمزنا له بالرمز TAUX.

- المؤشر العام: و يمثل قيمة المؤشر العام للبورصة معبراً عنه بالنقطة، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة طردية، فهو يعبر عن عائد السوق، فكلما ارتفع هذا العائد شجع المستثمرين على الاستثمار في البورصة ، ورمزنا له بالرمز INDX.

- الناتج المحلي الإجمالي: وهو متغير خارج السوق، ويعبر عن تطور النمو الاقتصادي، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة طردية، فارتفاع هذا المؤشر يعبر عن

أن الاقتصاد في نشاط وبالتالي يشجع على الاستثمار في البورصة، ورمزنا له بالرمز GDP.

- **معدل التضخم:** وهو متغير خارج السوق، وهو من المخاطر المنتظمة للسوق، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة عكسية، ورمزنا له بـ INF.

- **القيمة السوقية الكلية:** وهو متغير داخل السوق، يعبر عن تطور رأس مال بورصة عمان الإجمالي، وله علاقة ايجابية نظريا فكلما كان حجم البورصة كبيرا كان مؤشرا للأداء الجيد وبالتالي زيادة الاستثمارات والمعاملات، ورمزنا له بالرمز KA.

- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** وهو متغير من خارج السوق، يعبر عن تدفق الاستثمار الأجنبي في القطاع الحقيقي، وله علاقة ايجابية نظريا مع المتغير التابع ورمزنا له بالرمز FDI.

- **سعر الصرف الاسمي:** وهو متغير من خارج السوق، ويعتبر قلبه أهم المخاطر التي يتعرض لها السوق، فكلما كان هذا السعر أكثر تقلبا اثر هذا على الاستثمار الأجنبي بالسلب، ورمزنا له بالرمز XRAT.

- **الديون الخارجية:** وهو متغير من خارج السوق، ويعبر عن الجدارة الائتمانية للدولة، فهذا المؤشر يؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، اي من الناحية النظرية هناك علاقة عكسية بين هذا المؤشر والمتغير التابع، ورمزنا له بالرمز EXD.

ج. **بناء النموذج القياسي:** سيتم العمل على قياس محددات الاستثمار الأجنبي في الحافظة المالية بسوق الأوراق المالية في عمان- الأردن باستخدام طريقة المربعات الصغرى للفترة الزمنية 1994-2015، وقد تم استخدام طريقة تحليل الانحدار المتعدد الراجع لتحديد العلاقة بين كل من مؤشرات السيولة مع المتغيرات الاقتصادية سابقة الذكر خلال الفترة (1994-2015)، حيث نقوم بإدخال كل المتغيرات إلى النموذج ثم يتم حذف اضعف المتغيرات او اقلها إسهاما، ويتم تقييم النموذج بعد الحذف، وإذا أدى ذلك إلى إضعاف النموذج يعاد إدخال المتغير، وإذا لم يتأثر النموذج يتم حذف المتغير، ويتم تكرار هذا الإجراء حتى يصل النموذج الى أفضل مجموعة من المتغيرات⁽¹⁴⁾، وفيما يتعلق بمعالجة البيانات سيتم استخدام برنامج خاص بالاقتصاد القياسي والمتمثل في البرنامج الإحصائي (Eviews 8) للحصول على نتائج دقيقة، وذلك بالاعتماد على المعطيات المتوفرة في الملحق رقم "01" الذي يلخص كل المتغيرات التي يشملها النموذج.

و قدرت العلاقة كما يلي:

النموذج الخطي على النحو التالي: .

$$FPI = \beta_0 + \beta_1 \text{indx} + \beta_2 \text{fdi} + \beta_3 \text{ka} + \beta_4 \text{gdp} + \beta_5 \text{inf} + \beta_6 \text{exd} + \beta_7 \text{taux} + \beta_8 \text{xrat} + e_i \quad (1)$$

بحيث :

✓ e_i : حد الخطأ العشوائي ، التغير في قيمة التابع الغير مفسرة بالمتغيرات المستقلة في النموذج الاقتصادي.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$: وهي معاملات النموذج القياسي المقترح وهي تعبر عن محددات الانحدار الخطي المتعدد.

• **دراسة النموذج:** والمتعلق بدراسة المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي

للمحافظة المالية في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1994-2015، ويعد

إدخال المعطيات (الملحق رقم 01) في برنامج (8 eviews) ، نتحصل على

النتائج الموضحة (الملحق رقم: 2) فنحصل على الدالة التالية:

$$FPI = -303.1888 - 0.001177 \text{indx} + 7.43E-11 \text{fdi} + 0.000447 \text{ka} + 0.002390 \text{gdp} - 0.246656 \text{inf} - 0.000527 \text{exd} + 0.529004 \text{taux} + 465.9684 \text{xrat} + e_i$$

$$\text{Prob}(F) = 0.000026, R^2 = 89.90\%$$

حيث:

تظهر نتائج التحليل الاحصائي ارتفاع المعنوية الاحصائية للنموذج من خلال احتمالية فيشر

كما هي موضحة اقل من درجة المعنوية 0.05، وأيضا القوة التفسيرية للنموذج الموضحة

بواسطة معامل التحديد مقبولة حيث وصلت الى اكثر 89% .

وهذا يدل على الأقل ان هناك متغير مستقل يؤثر على الاستثمار الأجنبي في المحافظة

المالية (اي يحده)، وبعد القيام في كل مرة بحذف متغير مستقل الأقل قوة معنوية، حصلنا

النموذج النهائي كما في الملحق رقم " 2 " .

ومنه تكون دالة النموذج النهائية كما يلي:

$$FPI = -262.5758 + 0.003283 \text{gdp} - 0.000877 \text{exd} + 409.8730 \text{xrat} + e_i \quad (2)$$

$$\text{Prob } t : \quad (0.0075) \quad (0.0000)$$

$$(0.0313)$$

$$R^2 = 87.82\% \quad R^2 = 85.79\% \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000 \quad \text{حيث:}$$

• تقييم واختبار النموذج النهائي

وبعد إيجاد وتقدير النموذج المناسب للدراسة سنقوم في هذه المرحلة بتقييم واختبار المعلمات وتحليل النتائج من الناحية الإحصائية والاقتصادية وأخيرا القياسية.

- التقييم الإحصائي للنموذج

* اختبار معامل التحديد R^2 : لدينا هذا المعامل يقدر بـ 0.8782 مما يعني أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية ، وتشير إلى أن 87.82% من التغيرات الحاصلة في الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية كان سببها التغيرات في كل من الديون الخارجية، سعر الصرف الاسمي، وأيضا تغيرات الناتج المحلي الاجمالي، في حين ان حوالي 22% تفسرها متغيرات اخرى، وقد اكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح (R/2) والبالغة 0.8579.

* اختبار ستودنت (T): يستخدم لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات.

• **فرضة العدم:** وتتص على عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_0 : B_1 = B_2, \dots = 0 \text{ اي}$$

• **الفرضية البديلة:** وتتص على وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_1 : B_1 \neq B_2, \dots \neq 0 \text{ اي}$$

ففي مستوى معنوية 5% (اي مستوى ثقة 95%) سندرس قيمة احتمالية الخطأ (Prob.) المبية بين قوسين في النموذج النهائي، فإذا كانت هذه القيمة اقل من 0.05 نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم اي المعلمة لها معنوية احصائية ومنه:

- من اجل المعلمة (B1) للمتغير المستقل (الناتج المحلي الإجمالي) نلاحظ أن قيمة احتمالية الخطأ اقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن B1 معنوية إحصائيا ،وان المتغير (الناتج المحلي الإجمالي) له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

- من اجل المعلمة B2 للمتغير المستقل الديون الخارجية ، نلاحظ ان قيمة احتمالية الخطأ اقل من 0.05 ، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن الديون الخارجية له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

- من اجل المعلمة B3 للمتغير المستقل سعر الصرف الاسمي، نلاحظ أن قيمة احتمالية الخطأ اقل من 0.05 ، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن سعر الصرف الاسمي له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

* اختبار فيشر F :

ويستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في ان واحد ، ويستخدم أيضا فرضية العدم والفرضية البديلة كما سبق ذكره.

ويتم اختبار المعنوية الكلية من خلال مقارنة F المحتسبة مع القيمة الجدولية، بالاعتماد على درجات حرية الانحدار $(k-1)$ ودرجات حرية الخطأ $(n-k)$ ، فإذا كانت قيمة فيشر المحتسبة اكبر من الجدولية فإننا نقبل الفرضية البديلة، أما إذا كانت اقل فنرفض هذه الفرضية او من خلال قيمة احتمالية فيشر، فإذا كانت هذه القيمة اقل من 0.05 فإننا نقبل الفرضية البديلة ، وبالنسبة للنموذج المدروس نجد أن $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$ (وهي اقل من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية البديلة، وهذا يدل على أن معادلة الانحدار الإجمالية معنوية إحصائيا، وبهذا نقول من خلال التقييم الإحصائي ان النموذج مقبول إحصائيا).

• المعيار الاقتصادي:

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي، فتشير نتائج التقدير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المفسرة ومتغير التابع تتوافق مع ما هو وارد بالنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة.

✓ **فبالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي GDP:** من خلال الدالة النهائية رقم (2) يتضح أن هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وتغيرات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية بعمان، وهذا ما تبينه إشارة المعامل (β_1) ، فعند زيادة GDP تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي (الانتعاش)، وبالتالي زيادة أرباح الشركات خاصة المدرجة في البورصة، ومنه جذب الاستثمار الأجنبي الذي يبحث عن العائد المرتفع.

✓ **فبالنسبة للديون الخارجية EXD:**

تدل الإشارة السالبة في معامل هذا المتغير (β_2) ، للعلاقة العكسية بين كل من تطور الديون الخارجية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان للأوراق المالية، وهو ما يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية وكذا الدراسات التي أجريت في هذا المجال، حيث تشير نتائج النموذج إلى أن زيادة الديون الخارجية بنقطة واحدة تؤدي إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية بمقدار 0.000877 وحدة، لاعتبار أن الديون الخارجية يعتبر مؤشر سلبي للاستثمار المحلي والأجنبي، خاصة إذا كانت تمثل نسبة عالية من الناتج المحلي الإجمالي.

✓ بالنسبة لسعر الصرف الاسمي XRAT : يتضح من التقديرات الواردة في المعادلة رقم (2) وجود علاقة ايجابية بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية حسب ما تظهره المعلمة (β_3)، وهو ما يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية، فاستقرار سعر الصرف يعد مؤشر ايجابي للاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية لعمان.

وفي الأخير نقول أن المتغيرات المستقلة مقبولة من الناحية الاقتصادية، و أن من أهم محددات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية هي في المقام الأول استقرار سعر الصرف، وبدرجة اقل تغيرات الناتج المحلي الإجمالي ثم الأقل تحديدا الديون الخارجية.

● التقييم القياسي:

- دراسة استقرارية مربعات البواقي: من خلال الجدول رقم (04)، ومن خلال تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي، نلاحظ ان هذه المعاملات تقع كلها داخل مجال الثقة، وأيضا احتمالية Q-Stat اكبر من 0.05 وبالتالي مربعات البواقي مستقرة.

الجدول رقم(04):تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي

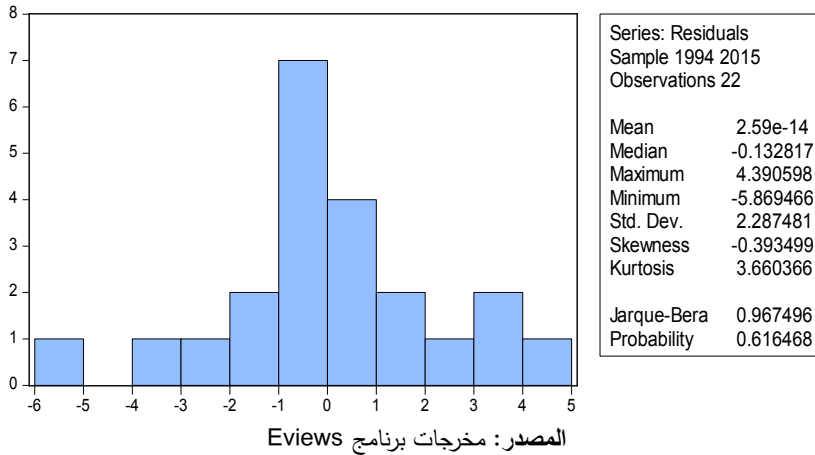
Date: 01/05/18 Time: 17:01
Sample: 1994 2015
Included observations: 22

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.149	0.149	0.5587	0.455
		2	0.321	0.306	3.2802	0.194
		3	0.214	0.153	4.5554	0.207
		4	0.147	0.022	5.1873	0.269
		5	-0.060	-0.209	5.2993	0.380
		6	-0.094	-0.195	5.5922	0.470
		7	-0.006	0.063	5.5935	0.588
		8	-0.090	0.057	5.8977	0.659
		9	-0.012	0.093	5.9035	0.750
		1...	-0.119	-0.120	6.5246	0.769
		1...	0.047	-0.000	6.6323	0.828
		1...	-0.131	-0.126	7.5414	0.820

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

- اختبار درين واتسون: والذي يختبر خلو مشكلة الارتباط الذاتي، ومن خلال النموذج النهائي في الملحق رقم (2)، بلغت قيمة درين واتسون المحتسبة 1.1509، وهي محصورة بين الحدين الأدنى ($dl=1.05$) والأعلى ($du=1.66$)، وفي هذه الحالة يكون القرار غير محدد.
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: يوضح الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، ونلاحظ من خلاله ان البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا، لان احتمالية احصائية jarque-bera هي اكبر من 0.05 وعليه نقبل بان البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا في مجال الثقة 95%.

جدول رقم (05): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



- اختبار تجانس تباين الأخطاء (اختبار ARCH-LM): يجري هذا الاختبار انحدارا ذاتيا للأخطاء او تباينات البواقي من الدرجة الاولى، وكانت نتائج التقدير وفقا لهذا الاختبار كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (06): اختبار ARCH-LM

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.439557	Prob. F(1,19)	0.5153
Obs*R-squared	0.474841	Prob. Chi-Square(1)	0.4908

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

ونلاحظ من خلال احتمالية إحصائية فيشر وهي اقل من 0.05، بان تباين الأخطاء متجانس اي تباينات البواقي لا ترتبط بالزمن، ومنه يمكن القول ان النموذج خالي تقريبا من المشاكل الإحصائية او القياسية.

خاتمة :

من خلال ورقنتا هاته ، توصلنا إلى النتائج التالية:

- للاستثمار الأجنبي غير المباشر علاقة بالاستثمار الأجنبي المباشر بحيث يمكن أن يصبح غير المباشر مباشرة إذا وصلت نسبة الملكية للمستثمر في رأس مال الشركة حدًا يعطيه الحق في الرقابة و المشاركة في إدارة المشروع.

- قامت بورصة عمان كغيرها من البورصات بالكثير من الإصلاحات لمواجهة تحديات العولمة المالية و لجذب الاستثمار الأجنبي، فكان من أهم هذه الإصلاحات هو فصل الدور الرقابي عن التنفيذي بإنشاء ثلاث هيئات: هيئة الأوراق المالية (الدور الرقابي ، البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية (الدور التنفيذي) .

- خطت الأردن خطوة كبيرة في فتح سوقها المالية أمام الأجانب ، و ذلك من خلال تطور قانون الاستثمار الأجنبي الذي سمح بحرية تملك الأجانب لجميع المؤسسات الأردنية حتى 100 % باستثناء المؤسسات الإستراتيجية

- من خلال مقارنة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر مع الاستثمار الأجنبي المباشر لاحظنا اهتمام السلطات الأردنية بالاستثمار الأجنبي المباشر كباقي الدول التي تحبذ التحرير بالتدرج أي فتح المجال أمام الاستثمار الأكثر استقرارًا إلى الأقل استقرارًا ، و لكن مع هذا لاحظنا تطور الاستثمار غير المباشر من سنة إلى أخرى .

- إن التحفيزات و الامتيازات المقدمة من طرف السلطات الأردنية للمستثمرين الأجانب قد أتت أكلها ، من خلال الارتفاع المستمر لمساهمة الأجانب في القيمة السوقية (التي بلغت حدود 50 % خاصة في قطاع الصناعة و القطاع المالي) .

- رغم هذا التطور الكبير في مساهمة الأجانب إلا أنها كانت مستقرة في البورصة الأردنية ، حيث أن هذه التداولات لم تتعدى نسبتها 30 % و كانت معظمها تداولات مؤسساتية وهذا يعني انها غير مضاربة.

- توصلنا إلى أن المؤشرات الخارجية الأكثر تأثيرا وتحديدا للاستثمار الاجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية .

- أن من أهم المحددات الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان للأوراق المالية هي بالدرجة الأولى استقرار أسعار الصرف، ثم في الدرجة الثانية الناتج المحلي الإجمالي أي مؤشر النمو الاقتصادي، وأخيرا وبتأثير اقل تطور الديون الخارجية .

الهوامش:

(1) Alfred J. Field, Jr (2014). International Economics, Indian Edition, 8e, p. 234.

(2) حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى ، 2011، ص ص 111- 112

(3) هالة حلمي السعيد: دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، العدد 62، سبتمبر 2000، ص 38.

(4) ماهر كنج ، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2004، ص60.

(5) شذى جمال حطيب، صغق الركبي، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى ، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008، ص33.

(6) عاطف علاونة، الاستثمارات في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية الاستثمارية، دمشق، 17/08/2008، ص 04.

(7) هالة حلمي السعيد: مرجع سبق ذكره ، ص ص 19- 17

(8) أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البنية الاقتصادية العربية - دراسة مقارنة بين تركيا و كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية، مصر ، 2004، ص54

(9) نفس المرجع ، ص ص 55، 56.

(10) فاروق رفيق التهنوني، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2003، ص2.

(11) صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد خلال الفترة (2000 - 2013) ، أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، بنصرف .

(12) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات ، ملامح أداء الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية ، الكويت ، العدد الفصلي الثاني ، السنة التاسعة و العشرون ، أبريل - يونيو 2011 ، ص ص 6-8 .

(13) محمود فيصل الشواورة ، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 119 .

(14) دوخي عبد الرحيم حنيطي ، ورقة بحث في التحليل الاحصائي SPSS بعنوان: تحليل الانحدار المتعدد ،كلية العلوم التربوية، 2008/2007، ص 7

Année	FPI	TAUX	GDP	INDX	KA	INF	FDI	xrat	EXD
1994	31.14	8.5	4358.1	1436	3409.29	3.51	1994784	0.69	5277.82598
1995	31.04	8.5	4627.7	1591.7	3495.43	2.35	9320686	0.70	5365.285262
1996	32.79	8.5	4724.3	1534.6	3461.15	6.50	11000000	0.709	5232.249840
1997	39.05	7.75	4880.5	1692.4	3861.95	3.03	255900000	0.709	5185.512560
1998	43.93	9	5026.7	1701.3	4156.55	3.09	219800000	0.709	5360.747582
1999	43.09	8	5198	1673.5	4137.71	0.60	112000000	0.709	5747.295091
2000	41.67	6.5	5418.7	1330.5	3509.64	0.66	647500000	0.709	7843.412469
2001	38.5	5	5704.2	1727.2	4476.36	1.77	193997769	0.708	8426.770529
2002	37.43	4.5	6034.1	1700.2	5023.95	1.83	168899978	0.708	9228.219174
2003	38.8	2.5	6285.2	2614.5	7772.75	1.63	387800000	0.709	8969.077589
2004	41.3	3.8	6823.7	4245.6	13031.76	3.36	664200000	0.709	9250.495996
2005	45	6.5	7379.6	8191.5	26667.09	3.49	1407000000	0.709	9148.726136
2006	45.5	7.5	7976.8	5518.1	21078.23	6.25	2512700000	0.709	9913.112507
2007	48.9	7	8629	7519.3	29214.20	5.38	1859100036	0.708	10628.704127
2008	49.2	6.2	9253.1	6243.1	25406.26	14.92	2006046014	0.709	9913.432810
2009	48.9	4.8	9759.9	5520.1	22526.91	0.67	1713300000	0.71	10243.215440
2010	49.6	4.2	9985.5	5318	21858.18	5.01	1198760000	0.71	12122.177900
2011	51.3	4.5	10243.8	4648.4	19272.75	4.15	1055100000	0.71	12544.749310
2012	51.7	5	10515.3	4593.9	19141.52	4.52	1099400000	0.71	13123.890630
2013	49.9	4.5	10812.9	4336.70	18233.49	4.83	1382084015	0.71	16453.108320
2014	48.8	4.2	11147.6	4237.62	18082.61	2.89	1546600000	0.71	17239.816720
2015	49.5	3.8	11414.2	4229.89	17984.67	0.87	1136200000	0.71	18260.900380

الملحق رقم (1): الاحصائيات المستخدمة في بناء نموذج الدراسة

المصدر:-موقع بورصة عمان www.exchange.jo ،يوم 2017/12/04، الساعة 20:00.

Dependent Variable: FPI
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 15:23
 Sample: 1994 2015
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXD	-0.000519	0.000550	-0.943407	0.3615
GDP	0.002363	0.001604	1.473156	0.1628
INDX	-0.001232	0.002920	-0.421886	0.6795
INF	-0.246519	0.234741	-1.050176	0.3114
KA	0.000468	0.000884	0.529783	0.6046
TAUX	0.532190	0.451246	1.179380	0.2579
XRAT	468.0181	150.7097	3.105428	0.0077
C	-304.5539	105.1368	-2.896738	0.0117
R-squared	0.898991	Mean dependent var		43.50182
Adjusted R-squared	0.848487	S.D. dependent var		6.555276
S.E. of regression	2.551620	Akaike info criterion		4.986621
Sum squared resid	91.15069	Schwarz criterion		5.383364
Log likelihood	-46.85284	Hannan-Quinn criter.		5.080082
F-statistic	17.80028	Durbin-Watson stat		1.314739
Prob(F-statistic)	0.000006			

<http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?lang=ar> قاعدة بيانات بنك المركزي الاردني
 يوم: 2017/12/04، الساعة 20:00.

الملحق رقم (02): نتائج تقدير النموذج

مخرجات برنامج evwies

Dependent Variable: FPI
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 15:27
 Sample: 1994 2015
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXD	-0.000877	0.000376	-2.334984	0.0313
GDP	0.003283	0.000612	5.364882	0.0000
XRAT	409.4730	136.0184	3.010423	0.0075
C	-262.5758	95.39789	-2.752427	0.0131
R-squared	0.878232	Mean dependent var		43.50182
Adjusted R-squared	0.857937	S.D. dependent var		6.555276
S.E. of regression	2.470761	Akaike info criterion		4.809895
Sum squared resid	109.8839	Schwarz criterion		5.008267
Log likelihood	-48.90885	Hannan-Quinn criter.		4.856626
F-statistic	43.27406	Durbin-Watson stat		1.150916
Prob(F-statistic)	0.000000			