

دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة
(1995-2017)

**The Role of Foreign Direct Investment in Activating the Jordanian
Financial Market during 1995-2017**

د. أحمد عكاشة عزيزي¹، د. عبد الغني بوشري²، د. عبد السلام بلبالي³

¹ جامعة احمد دراية-ادرار - الجزائر، ahmedoukachaaazizi@yahoo.fr

² جامعة احمد دراية-ادرار - الجزائر، bouchraabdelghani@yahoo.fr

³ جامعة احمد دراية-ادرار - الجزائر، abdbble@yahoo.com

تاريخ النشر: 2020/04/30

تاريخ القبول: 2020/03/29

تاريخ الاستلام: 2020/01/31

ملخص:

تعالج هاته الورقة البحثية دور الاستثمارات الأجنبية في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1995-2017؛ ولقياس وتحديد العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة ونشاط سوق الأوراق المالية بالأردن معبراً عنه بقيمة الإصدارات الأولية للسوق، وتحديد اتجاهها في الأجلين القصير والطويل، تم الاعتماد على طرائق منهج التحليل الكمي القياسي، المتمثلة في اختبارات جذر الوحدة ومنهجية التكامل المشترك بنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، بالإضافة إلى اختبار العلاقة السببية وفقاً لأسلوب جرانجر، خلصت الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة بالإضافة إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بأثر موجب ومعنوي بين الاستثمار الأجنبي المباشر بقيمة إصدارات السوق الأولية، كما بينت نتائج اختبار السببية انه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى قيمة إصدارات السوق المالية.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي المباشر، قيمة الإصدارات الأولية للسوق، الأردن، نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، سببية جرانجر.

تصنيف JEL: E44, F65, G11, Z23

Abstract:

This paper attempts to shed light on the role of foreign direct investment in promoting the Jordanian financial market during the period 1995-2017. To examine the effect, the primary issue of the financial claims is adopted to present the financial market both at short and long terms. The study adopts also the unit roots tests and the Granger causality of the ARDL model. The results of the study indicate that the variables are co-integrated as well as the existence of long and short terms relationships with a positive significance between the foreign direct investment and the primary market. It is indicated that there is one way causality between the foreign direct investment and the issues of the primary markets.

Keys words: Foreign Direct Investment, Values of Primary Market Issues, Jordan, ARDL, Granger Causality

JEL classification codes: E44, F65, G11, Z23

المؤلف المرسل: عبد السلام بلبالي، الإيميل: abdbble@yahoo.com

مقدمة:

يعتبر الاستثمار البنية الأساسية للاقتصاد، حيث بفضلها يمكن تنمية وتطوير وتنشيط مختلف الأنشطة الاقتصادية، فمن خلاله تنشئ المؤسسات وتتوسع في زيادة السلع والخدمات في السوق، مما يؤدي إلى تلبية حاجيات مختلفة للأفراد والمجتمع أي تحقيق الاكتفاء الذاتي، وهذا معناه تحسين وضعية الميزان المدفوعات أي تقليل من الاستيراد وزيادة الصادرات، وبالتالي يعتبر الاستثمار القلب النابض للاقتصاد، فأى خلل في الاستثمار يؤثر على الانتعاش الاقتصادي.

ومن جهة أخرى تلعب الأسواق المالية دور مهم في اقتصاديات دول النامية والمتقدمة بسبب ما تحدثه من تغيرات في الحركة الاقتصادية، وهذا ناتج عن تدفق رؤوس الأموال لمختلف الأنشطة الاقتصادية من فلاحية، صناعة، تجارة، سياحة، نقل واتصالات، مما ينتج زيادة إنتاجية الشركات من سلع وخدمات، والتي يجب أن تكون ذات جودة عالية وبأسعار معقولة وتنافسية مما يؤدي بها بالبقاء ولفترة طويلة في السوق، كذلك للأسواق المالية أهمية في تمويل مختلف الشركات والمؤسسات فمثلاً بفضلها تجمع المدخرات القليلة ويعاد استثمارها في مشاريع ضخمة التي تعجز البنوك التجارية عن تمويلها.

تسعى الدول النامية إلى تغطية احتياجاتها التمويلية بعدة طرق ومن بينها الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تحبذها الدول النامية بسبب فوائدها للطرفين المتعاملين، بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة تريد تنمية رأس مالها والبحث عن الأسواق لتصريف سلعها وخدماتها، وأيضاً البحث على عوامل الإنتاج ومنها المواد الأولية واليد العاملة الرخيصة، أما الطرف الثاني وهو البلد المضيف يريد تحقيق انتعاش اقتصادي، فمن خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

ما هو الدور الذي تلعبه الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تفعيل الأسواق المالية بصفة عامة وببورصة عمان على وجه الخصوص؟

للإجابة على الإشكالية نقترح الفرضية التالية:

الاستثمارات الأجنبية المباشرة تنشط الأسواق المالية والاقتصاد المحلي بصورة مباشرة.

أهمية الموضوع:

للأسواق المالية دوراً في تنشيط وتحريك عجلة التنمية الاقتصادية من خلال تدوير الكتلة النقدية الموجودة في الاقتصاد، مما يؤدي إلى تنميتها وعدم اكتنازها في البيوت أو في شكل عقارات لا تعود بفائدة على الاقتصاد المحلي.

هدف البحث:

يهدف البحث إلى تحديد ودراسة دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية، وهذا من خلال وحدات العجز ووحدات الفائض التي تلتقي في السوق والتي يمكن للمستثمر الأجنبي أن يكون من بين هذه الوحدات.

الدراسات السابقة:

دراسة (ياسين سلطان السلطان، 2013) الاستثمار وأثره على سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية خلال 1985-2013، حيث تطرقت هذه الدراسة إلى إشكالية التالية: مدى تأثير الاستثمار على سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية؟ حاولت الإجابة على هذه الإشكالية من خلال الفرضية التالية: تؤدي زيادة الاستثمار إلى ارتفاع مؤشر الأسواق المالية في المملكة العربية السعودية، وتوصلت إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الاستثمار ومؤشر سوق الأوراق المالية،

وهذا بالاستعانة بالأسلوب الوصفي لعرض مفاهيم المتغيرات، بالإضافة إلى الأسلوب القياسي باستخدام معادلة الانحدار الخطي المتعدد حيث تم تقديرها بطريقة المربعات الصغرى العادية.

دراسة (مفتاح صالح، بوعبد الله علي، 2013)، واقع الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية، حيث تطرقت هذه الدراسة إلى الإشكالية التالية: ما هو واقع الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية؟ وتم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، وذلك من خلال سرد المفاهيم الأساسية لهذا الاستثمار، ثم تجميع المعطيات وأهم البيانات على هذه الاستثمار في البورصات العربية، وتحليله وبعدها إعطاء أهم النتائج ومن بينها تتمثل أهم معوقات الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية هو عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح، ووجود بعض المضاربات الضارة، وأيضاً انخفاض الطلب على الأوراق المالية وعدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العربية ونقص المعروض منها، ومن خلال تحليل واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وجد اختلاف كبير في نسب مساهمة الأجانب في البورصات العربية كلاً حسب الامتيازات المقدمة للمستثمرين من قبل السوق المضيف.

دراسة (حليمة عطية، 2013)، دور السوق المالية في تمويل الاستثمار دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، حيث إشكالية هذه الدراسة هي: ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية لتمويل الاستثمار في الاقتصاد أي بلد بصفة عامة وفي سوق عمان بصورة خاصة؟ وتم التوصل إلى عدة نتائج منها: قامت بورصة عمان بإدخال خدمة التداول عن بعد التي توفر لشركات السمسرة إمكانية إتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق، مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان وزيادة إقبالهم على التداول.

تعتبر هذه الدراسات الركيزة التي بنيت عليها الدراسة محل البحث، حيث هذه الدراسات تتطرق إلى الاستثمار وكذا الأسواق المالية والعلاقة التي تربطهما من زاوية معينة، فالزاوية التي يتطرق إليها البحث هي دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن وذلك في الفترة (1995-2017)، وبالتالي الإشكالية متغيرة عن الدراسات السابقة رغم الاحتفاظ بالمتغيرين والإجابة على الإشكالية تم الاعتماد على دراسة قياسية.

هيكلية البحث:

المحور الأول: أساسيات عامة حول الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

المحور الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

المحور الثالث: واقع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وسوق الأوراق المالية في الأردن.

المحور الرابع: دراسة قياسية لمدى فعالية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية.

المحور الأول: أساسيات عامة حول الاستثمارات الأجنبية المباشرة

حيث يتناول في هذا المحور بعض المفاهيم عن الاستثمارات بصفة عامة وهي كالتالي:

1- تعريف الاستثمار: للاستثمار عدة تعاريف ونذكر منها ما يلي لبعض الاقتصاديين ومنهم:¹

➤ **فينون:** الاستثمار هو زيادة أدوات القوة الموجودة، استثمار معناه حسن المستقبل وذلك بتقديمه تضحية هو أيضا إجراء تحكيم بين الحاضر والمستقبل.

➤ **كينز:** الاستثمار هو الزيادة في التجهيزات الرأسمالية وهذه الزيادة تمس رأس المال الثابت والمتداول أو رأس المال السائل.

➤ **ماس:** الاستثمار يرمز في آن واحد إلى العملية ونتيجتها إذن قرار الاستثمار الذي خصه الاستثمار.

من خلال التعريف السابق يمكن القول بأن الاستثمار هو التخلي عن أموال حاضرة مقابل الحصول على أموال أكبر في المستقبل.

2- تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر: يعرف تقرير منظمة التجارة والتنمية للأمم المتحدة الاستثمار الأجنبي المباشر على

أنه ذلك النوع من الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة الأمد تعكس مصالح دائمة ومقدرة على التحكم الإداري بين شركة في البلد الأم البلد المستثمر وشركة أو وحدة إنتاجية في بلد آخر هو البلد المضيف.

هذه العلاقة تهدف إلى تحقيق تدفق دائم للأرباح وعلى الأقل نسبة المساهمة عن 10% من إجمالي قيمة المشروع وليس أكثر من 50% من إجمالي قيمة المشروع، وفي حالة تكوين فروع تابعة أن لا تقل النسبة عن 50% من إجمالي قيمة المشروع.²

وتعرف منظمة التنمية الاقتصادية الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه توظيف لأموال أجنبية غير وطنية في موجودات رأس مالية ثابتة في دولة معينة هي الدولة المضيضة، وينطوي على علاقة طويلة الأجل تعكس منفعة للمستثمر الأجنبي والذي قد يكون فردا أو شركة أو مؤسسة، والذي له الحق في إدارة موجوداته من بلده أو بلد الإقامة الذي هو فيه.³

من خلال ما سبق يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر عبارة عن تدفقات لرأس مال سواء عيني أو نقدي إلى دولة معينة بهدف استثماره خلال مدة زمنية طويلة على أن تكون المنفعة متبادلة بين المستثمر والبلد المضيف، بحيث هذا الأخير يتحصل على سلع وخدمات تلبي حاجياته وعدم الاعتماد على الاستيراد، وبالتالي تحسين وضعية ميزان المدفوعات، وكذلك بالنسبة للمستثمر فإنه يتحصل على أرباح من خلال نشاط.

3- محددات الاستثمار الأجنبي: يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أحد أهم العوامل التي تحرك عجلة الاقتصاد

من عدة زوايا سواء من ناحية التوظيف، تقديم سلع وخدمات تلبي حاجيات المجتمع، إلا أن هذه الاستثمارات يتأثر ببعض العوامل التي تتحكم في زيادتها ونقصها ومنها ما يلي:⁴

أ. **حجم ونمو السوق:** حجم ونمو السوق يعتبر من أهم النقاط التي يركز عليها المستثمر وهذا حتى يتمكن من تصريف مختلف منتوجاته وخدماتها التي تقدمها الشركات الأجنبية، وعدم تحمل مصاريف نقل المنتوجات من دولة إلى أخرى، وأيضا مصاريف الرسوم الجمركية.

ب. **البنية الهيكلية:** من العوامل الأخرى التي تجذب الاستثمار الأجنبي مدى توفر للدولة المضيضة للاستثمار بنية تحتية من طرق وكهرباء ومتطلبات العيش والصحة والتعليم ومختلف عوامل الإنتاج.

ت. **الاستقرار السياسي:** الاقتصاديين يصفون الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر بأنها جبانة وتخاف مختلف الإشاعات وخصوصا الحروب، وأيضا وجود اضطرابات سياسية وبالتالي هذه الاستثمارات تذهب للدول التي يوجد بها استقرار سياسي.

ث. **متغيرات السياسات:** لتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة في الدولة المضيضة يتوقف على مدى تدخل الدولة المضيضة في اقتصادها والقيود التي تضعها مثل:

- مدى السماح بملكية الأجانب للأعمال؛
- حجم الضرائب والدعم؛
- تحويل الأموال؛
- التحكم في الأسعار والقيود عموماً.

المحور الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

1- مفهوم الأسواق المالية: السوق المالي أو سوق الأوراق المالية هو سوق يلتقي فيه عارضي المال مع طالبيه وهذا المفهوم يستند إلى بعض التعاريف ومنها:

يعرف عصام حسين سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.⁵

أما محمد الفاتح محمود بشير فينصّب مفهومه في ما يلي: السوق المالي بمعناها الواسع تمثل مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دوراً بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال.⁶

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الأسواق المالية لها أهمية بالغة في تحريك عجلة التنمية، وهذا بسبب ارتباطها مع جميع الأعوان الاقتصادية وأيضاً مختلف القطاعات، هذا الارتباط يتولد عنه أنواع مختلف للأسواق المالية.

2- أنواع الأسواق الأوراق المالية : يمكن تقسيم الأسواق المالية من عدة زوايا وهي كما يلي:

2- 1. من حيث أجل الأوراق المالية: وتنقسم إلى:

- أ. أسواق رأس المال طويلة الأجل ومتوسطة الأجل: وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل التي تزيد مدة أجلها عن سنة ومن هذه الأدوات الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات بمختلف أنواعها، الأدوات المختلطة، أدوات مشتقة.
- ب. أسواق رأس المال قصيرة الأجل (أسواق النقد): وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات قصيرة الأجل حيث يتم تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجلها سنة واحدة، وأهم ما يميز تلك الأدوات هو إمكانية تسيلها بسهولة ومن أهمها ما يلي: الأوراق التجارية (سند الأمر، الكمبيالة) أذونات الخزينة، شهادات الإيداع، وما يميز هذه الأدوات أنها عالية السيولة وقليلة المخاطر.

2- 2. حسب معيار صفة الإصدار: وتنقسم إلى:

- أ. الأسواق الأولية (سوق الإصدار): وهي تلك السوق التي يتعامل فيها بأوراق مالية (أسهم وسندات) للمرة الأولى، والتي تكون بغرض الحصول على رأس مال بقصد إنشاء شركة جديدة أو توسيع شركة قائمة أصلاً.
- ب. الأسواق الثانوية (سوق التداول): وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها.

2- 3. من حيث التنظيم: وتنقسم بدورها إلى قسمين:

أ. **سوق منظمة:** وهي سوق يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وأيضاً وفق إجراءات وقوانين معينة تنظم التعامل في هذه السوق، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، حيث يتم تداول أسهم وسندات الشركات المسجلة وفق الأصول في قوائم السوق.

ب. **سوق غير منظمة:** وهي عكس السوق المنظمة أي لا تمتلك مكان ولا زمان معين وتعامل فيها ليس له شروط معينة ولا قوانين وأنها على حسب التفاوض عند شراء وبيع مختلف الأوراق المالية، وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين:⁷

- **السوق الثالثة:** هي سوق غير منظمة تتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، ويجري التعامل فيها بأوراق مالية خارج البورصة الرسمية، وسبب في قيام هذا النوع من الأسواق الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية.

- **السوق الرابعة:** هو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، حيث يجري التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية.

2-4. **من حيث كيفية التعامل:** وتنقسم إلى ما يلي:

أ. **السوق المفتوحة** يتم فيها بيع الأسهم والسندات لمن يدفع سعر أعلى وتسمى أيضاً بأسواق المزايدة، كما يمكن تداول الأدوات التي يتم بيعها أكثر من مرة قد تكون سوق منظمة في أغلب الأحيان.

ب. **سوق التفاوض أو المساومة:** ويتم التعامل فيها بناءً على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض، حيث يتم التفاوض على السعر الكمية، شروط التسليم، موعده وكيفية الدفع... الخ.

2-5. **من حيث زمن تنفيذ الصفقة:** وتنقسم إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية:⁸

أ. **أسواق حاضرة أو فورية:** ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية كالسهم والسندات يتم تسليمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة أي البورصات، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية...، هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدولة المعنية، اللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

ب. **أسواق العقود المستقبلية:** فهي أسواق تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

3- **أهمية سوق المالي في الاقتصاد:** يعتبر السوق المالي أو سوق الأوراق المالية القاعدة الأساسية للاقتصاد وهذا للأهمية البالغة التي تتمثل في ما يلي:

أ. يساعد في توفير مصادر التمويل لمختلف القطاعات (الزراعة، الصناعة، التجارة والسياحة)، وخاصة التمويل الكبير الذي تعجز عنه المصادر التقليدية التي تستدعي وقت طويل في دراسة ملف التمويل.

ب. السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

ت. تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحويله من مال عام خام إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي طرحها في أسواق الأوراق المالية.

ث. تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.⁹

ج. مراقبة الاستثمار من خلال التعريف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.

ح. توفر فرص لجذب رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة.¹⁰

المحور الثالث: واقع الاستثمارات الأجنبية المباشرة والأسواق المالية في الأردن

للاستثمارات الأجنبية المباشرة دوراً كبيراً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وخصوصاً بالنسبة للدول التي تواجه صعوبة في تمويل مشاريعها المختلفة سواء كانت ضخمة أو صغيرة ومتوسطة، وأيضاً في مختلف الميادين في الفلاحة، الصناعة، الخدمات، ونفس الشيء بالنسبة للأسواق المالية كذلك أنها تسعى إلى تنمية وتمويل المشاريع إضافة إلى التمويل كذلك، إن كليهما يساهم في إدارة هذه المشاريع الممولة، وخصوصاً بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تدير هذه المشاريع بصفة مباشرة وتساهم في نقل التكنولوجيا وبالتالي تنشيط الاقتصاد.

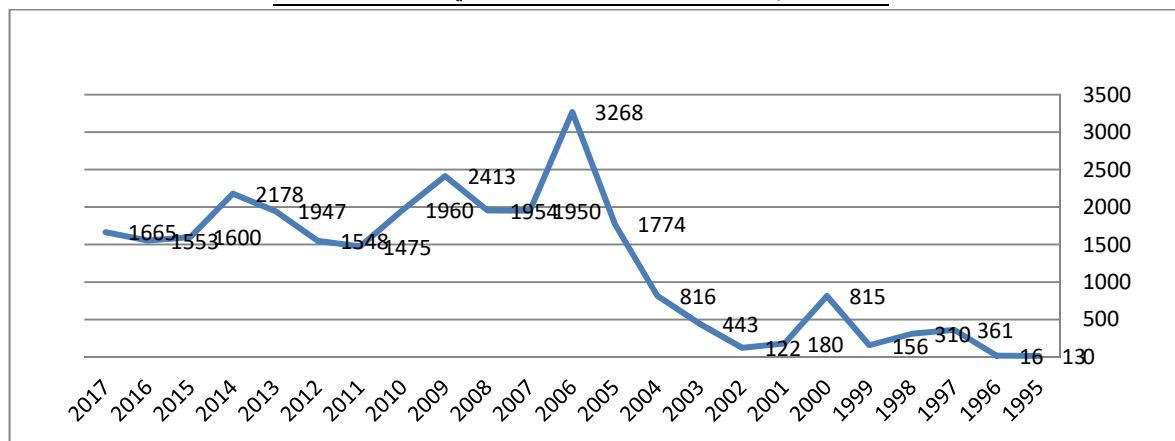
كما أن للأسواق المالية دوراً كبيراً في الانتعاش الاقتصادي إذ يعتبر الممول الرئيسي لمختلف الاستثمارات ما يسمح بإنتاج سلع وخدمات وتطوير الاقتصاد في جميع الميادين، فمثلاً تطوير وازدهار الدولة يعتمد على مدى نجاح الأسواق المالية فيها بشكل أساسي، وهذا ما نراه في الدول المتطورة، هذا التطور والانتعاش في شتى المجالات يسمح بزيادة الاستثمارات وخصوصاً الاستثمارات الأجنبية المباشرة، هذه الأخيرة عندما تنمو في دولة معينة تسمح أيضاً بإنشاء وازدهار الأسواق المالية مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال من وإلى الدولة المضيفة .

1- واقع الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الأردن:

ترتكز الأردن على الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل أساسي وهذا بسبب نقص الموارد بعد أن أصبحت مشكلة الدين العام الخارجي لها من المشاكل الكبرى، وأيضاً البطالة... تشير دراسة بحثية إلى أن توجه الاستثمارات الأجنبية إلى الأردن راجع إلى تكلفة العمل المنخفضة وهذا بنسبة (65%) من عينة الدراسة و (50%) إلى إمكانية الدخول للسوق الإقليمية وهذا بسبب الموقع الاستراتيجي للأردن حيث لديها حدود مع السعودية، سوريا، العراق، فلسطين، مصر، هذا الموقع الاستراتيجي يسمح بإنشاء عدة مناطق تجارة حرة وتصريف مختلف المنتجات والخدمات بمختلف أنواعها ونسبة (48%) توفر المهارات المحلية (42%) إلى حجم السوق المحلي وأما نسبة الذين وجدوا أن نظام الحوافز التعريفية والضرائب هو نظام جيد فلم تتجاوز (31%).¹¹

هذه النسب المرتفعة تبين أن السلطات الأردنية تسعى جاهدة لتوفير مختلف التحفيزات من بنية تحتية، يد عاملة، حرية تدفق رؤوس الأموال أي تحرير القطاع المالي والتجاري أمام المستثمرين المحليين والأجانب على وجه الخصوص، بالتالي تحسين وضعية رصيد ميزان المدفوعات والشكل الموالوي يبين تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الفترة (1995 - 2017).

الشكل رقم (01): تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على إحصائيات من المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات وبرنامج

Microsoft Office Excel 2007

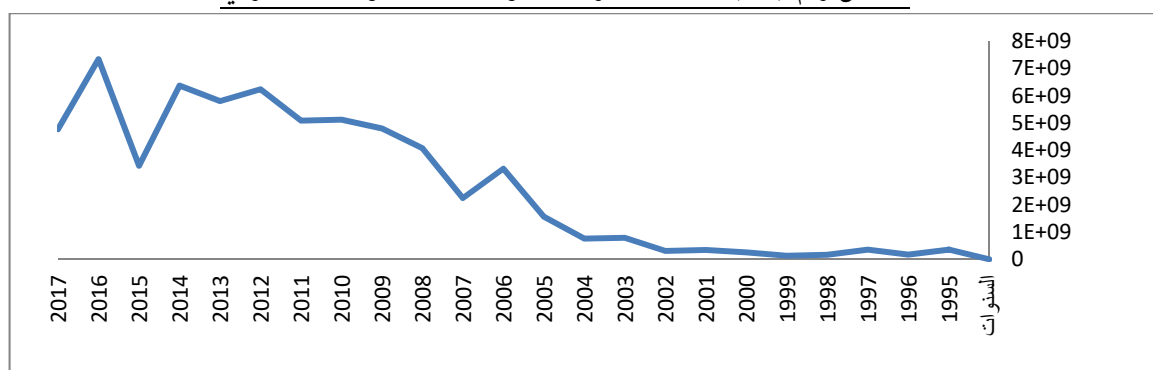
من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن هناك تطور لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الأردن بصفة عامة عدا بعض السنوات، ويعزي إلى أن الأردن توفر الظروف الملائمة لذلك وهذا ما توصلت إليه عدة دراسات منها دراسة (محمد سليم الشورة 2010)¹²، حيث توصلت إلى سبب إقبال المستثمر الأجنبي للاستثمار في الأردن راجع إلى توفر الأردن على الخدمات الأساسية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات المختلفة، عدا نقص المياه وهذا يعد من العوامل السلبية في البيئة الاستثمارية الأردنية، كذلك من بين المحفزات أيضا استقرار سعر صرف الدينار، وتوفر النقد الأجنبي وبرامج الإصلاح الاقتصادي التي نجحها الأردن، حيث كفاءة الجهاز المصرفي وتوفر خدمات التأمين، إضافة إلى المنظومة التشريعية والقوانين التي تشجع الاستثمار الأجنبي، حيث سهولة إجراءات تحويل الأموال إلى الخارج وحماية الملكية والعلامات التجارية وبراءة الاختراع، أما من جانب الظروف الأمنية فهناك استقرار سياسي رغم الاضطرابات الأمنية في منطقة الشرق الأوسط، وأيضا ارتفاع معدل التضخم في الاقتصاد الأردني، من خلال ما سبق يمكن الحكم على أن التحفيزات الممنوحة للمستثمر الأجنبي تفوق بكثير العوائق خصوصا بالنسبة للمتبع بصفة دقيقة للأوضاع الاقتصادية الأردنية.

ثانياً: واقع الأسواق المالية في الأردن.

للسوق المالية أهمية بالغة في الاقتصاد بسبب أنه يربط بين مختلف القطاعات وأيضا بين مختلف اقتصاديات الدول، وفي حالة عدم وجود سوق مالي في بلد معين يمكن أن نحكم عليه أنه في عزلة وانغلاق اقتصادي، والأردن كغيرها من الدول يسعى لتنشيط اقتصاده ومحاوله الاندماج في الاقتصاد العالمي، خصوصا أنه يتميز بموقعه الاستراتيجي في الشرق الأوسط وهذا ما جعله يستقطب مختلف الاستثمارات سواء محلية، إقليمية ودولية، والشكل الموالي يبين تزايد حجم الأموال المستثمرة في السوق والذي يعبر عن هذا الإصدارات الأولية في السوق.

من خلال الشكل أدناه نجد أن هناك تنامي لقيمة الإصدارات السوق الأولية في الأردن وذلك منذ سنة 1995 إلى غاية سنة 2017، وهذا معناه زيادة الشركات المساهمة من سنة إلى أخرى، هذه الأخيرة ينتج عنها انتعاش اقتصادي بسبب توظيف يد العاملة الجديدة في هذه الشركات الجديدة، وأيضا زيادة السلع والخدمات في السوق مما يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل رقم (02): قيمة إصدارات السوق الأولية لسوق المال الأردني



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على إحصائيات من التقارير السنوية عن بورصة عمان وبرنامج Microsoft Office Excel 2007

المحور الرابع: دراسة قياسية لمدى فعالية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية.

1- توصيف البيانات ومنهجية الدراسة:

1-1 توصيف البيانات: لدراسة دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن، تم جمع سلاسل زمنية سنوية تغطي الفترة 1995 إلى 2017، وتم استخدام متغير الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليون دولار) ورمز له بـ IDE، وأيضاً قيمة إصدارات السوق الأولية (بالدينار) ورمز له بـ VM، تم جمع هاتاه البيانات الخاصة بهذه المتغيرات من المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات والتقارير السنوية عن بورصة عمان، بحيث تم إدخال اللوغاريتم على بيانات الدراسة والجدول التالي يوضح توصيف بيانات الدراسة.

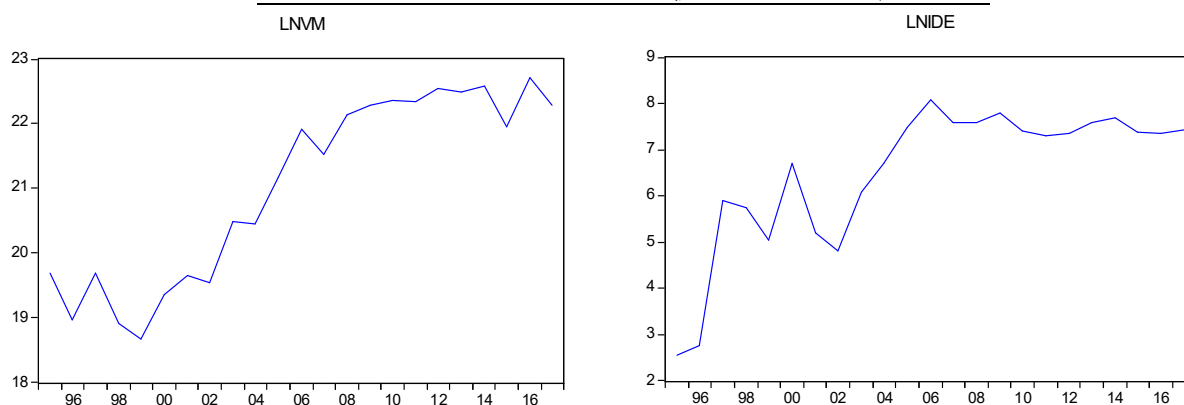
الجدول رقم 01: توصيف بيانات الدراسة

	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
LNIDE	6.499083	8.091933	2.564949	1.534615	23
LNVM	21.03285	22.71639	18.67218	1.427578	23

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

وفيما يلي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية الخاصة لمتغيرات الدراسة:

الشكل رقم 03: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة للفترة 1995-2017



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

1-2 منهجية الدراسة: تفترض الدراسة أن نشاط سوق الأوراق المالية يتأثر بالاستثمارات الأجنبية المباشرة، ومن أجل قياس تأثير الاستثمار الأجنبي على تنشيط السوق المالي، سنفترض الدالة تأخذ الشكل اللوغاريتمي التالي:

$$LNVM = f(LNIDE).....(01)$$

سيتم دراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة، ومن ثم إجراء اختبار التكامل المشترك، وتقدير النموذج في الأجل الطويل والقصير، كما سيتم إجراء اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة؛ وسنعمد على مستويات المعنوية 10%، 5%، 1%، سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات، ونستعين ببرنامج الاقتصاد القياسي 9. Eviews.

2- النتائج التطبيقية:

1-2 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية : يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا، وسوف نعمد على اختبار ديكي فولر الموسع واختبار فرضية عدم القائلة بوجود جذر الوحدة (أي عدم استقرار السلاسل الزمنية)، ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار جذر الوحدة.

الجدول رقم 02: نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (ADF)

السلسلة الزمنية	القرار (الرتبة)	المستوى			الفرق الاول		
		ثابت فقط	ثابت و اتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت فقط	ثابت و اتجاه	بدون ثابت واتجاه
LNIDE	-	0.1810	0.8851	0.9049	0.0476	0.0406	0.0097
LNVM	-	0.7631	0.6696	0.9866	***0.0000	0.0991	***0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج 9. Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نتائج اختبار ADF الخاص بالمتغيرين (LNIDE, LNVM) لم تستقر في المستوى $I(0)$ (بثابت أو اتجاه مع ثابت أو من دون ثابت واتجاه عام)، إلا أن في الفرق الأول $I(1)$ السلسلة الخاصة بالمتغير LNIDE استقرت (بثابت أو اتجاه مع ثابت أو من دون ثابت واتجاه عام)، وأيضاً سلسلة المتغير LNVM استقرت عند الفرق الأول $I(0)$ في الثابت ومن دون ثابت واتجاه عام، إلا أنها لم تستقر في الاتجاه مع الثابت، وعليه نستنتج أن كل من المتغيرين LNIDE, LNVM غير مستقرة في المستوى $I(0)$ والفرق الأول $I(1)$. نتيجة لعدم التأكد من استقرار متغيرات الدراسة، سنقوم باختبار فيليبس وبيرون (philipes & peerron) للتأكد من أن متغيرات الدراسة مستقرة أو لا.

الجدول رقم 03: نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp)

السلسلة الزمنية	القرار (الرتبة)	المستوى			الفرق الاول		
		ثابت فقط	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت فقط	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه
LNIDE	I(1)	0.0202	0.1826	0.8838	0.0004	0.0002	0.0000
LNVM	I(1)	0.7808	0.4139	0.9470	***0.0000	0.0001	***0.0000

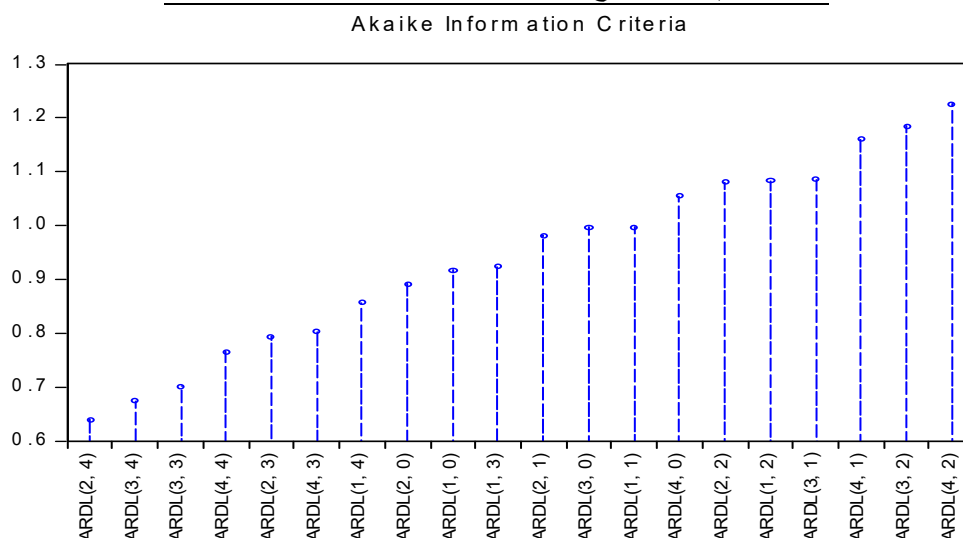
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج 9. Eviews

من الجدول نلاحظ أن المتغيرين (LNIDE, LNVM) قد استقرا عند الفرق الأول $I(1)$ (بالثابت والاتجاه مع الثابت ومن دون ثابت واتجاه)، وبذلك نستنتج أن المتغيرين (LNIDE, LNVM) مستقرين ولا يعانيان من مشكلة جذر الوحدة، وهذا بعد معالجة البيانات بأخذ الفرق الأول $I(1)$.

2-2 اختبار التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

أ- تحديد فترة الإبطاء المناسبة:

الشكل رقم (04) نتائج اختبار الفترات المثلى حسب معيار AIC



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

من خلال الشكل يتضح أن أفضل نموذج حسب معيار AIC هو ARDL (2, 4) للمتغيرات LNIDE,

LNVM على التوالي.

ب- نتائج اختبار منهج الحدود: يركز اختبار التكامل المشترك بمنهج ARDL على اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \delta_1 = \delta_2 = 0 \quad \text{لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات}$$

$$H_1 : \exists \delta_i \neq 0 \quad \text{يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات}$$

وهو عبارة عن اختبار المعنوية المشتركة لمعاملات الأجل الطويل بواسطة اختبار Wald أو إحصائية اختبار F-statistic ،

وتحسب قيمة F-statistic على النحو التالي:¹³

$$F - \text{statistic} = \frac{(SSER - SSEU) / M}{SSEU / (N - K)}$$

حيث أن : SSER مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد (تطبيق الفرضية العدمية)، SSEU : مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد (تطبيق الفرضية البديلة)، M : عدد معلمات النموذج المقيد، N : عدد المشاهدات، K : عدد المعلمات في النموذج غير المقيد.

ويتم مقارنة إحصائية F المحسوبة مع القيم الحرجة الجدولية Critical value والمحدد من قبل كل من Pasaran al (2001)، بحيث وضع لهذا الغرض مجموعتين من القيم الحرجة المناسبة لـ (K) وهي عدد المتغيرات المفسرة، وما إذا كان النموذج يحتوي على قاطع و/ أو متجه زمني، وتفترض المجموعة الأولى أن جميع المتغيرات ساكنة في المستوى، في حين تفترض المجموعة الأخرى أنها ساكنة في الفروق، وهذا يوفر حدود تغطي جميع التصنيفات المحتملة للمتغيرات المستخدمة في الدراسة من I(0)، I(1)، فإذا كانت إحصائية F المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فسوف يتم رفض الفرضية العدمية التي تنص على غياب علاقات التكامل المشترك بين المتغيرات، ومعنى ذلك وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات)، أما إذا كانت إحصائية F المحسوبة أقل من الحد الأدنى لقيمة F الجدولية فيتم قبول فرضية العدم أي أنه لا يوجد

تكامل مشترك بين المتغيرات، وإذا كانت قيمة إحصائية F المحسوبة تقع بين قيمة الحد الأدنى وقيمة الحد الأعلى لقيمة F الجدولية فإن النتائج سوف تكون غير محددة ويعني ذلك عدم القدرة على اتخاذ قرار لتحديد عما إذا كانت توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه؛ وفيما يلي نتائج اختبار منهج الحدود :

الجدول رقم 04: نتائج اختبار منهج الحدود

ARDL Bounds Test		
Sample: 1999 2017		
Included observations: 19		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
k	Value	Test Statistic
1	5.904443525871709	F-statistic
Critical Value Bounds		
I1 Bound	I0 Bound	Significance
3.51	3.02	10%
4.16	3.62	5%
4.79	4.18	2.5%
5.58	4.94	1%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

يبين الجدول أعلاه اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود bond test، بحيث تشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة F-statistic أكبر من الحد العلوي عند مستويات المعنوية 10%, 5%, 2.5, 1%. ومنه نرفض فرضية عدم التنصص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

2-3 نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM):

سوف نقوم بتقدير اثر الاستثمار الأجنبي المباشر على إصدارات السوق الأولية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة انجل وجرانجر ذي الخطوتين، وينطوي على تقدير معالم النموذج على المدى القصير والطويل في معادلة واحدة، ويتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، ويأخذ النموذج الصيغة القياسية التالية:

$$\ln vm_t = \delta_0 + \sum_{k=1}^n \delta_{1k} \Delta \ln vm_{t-k} + \sum_{k=1}^n \delta_{2k} \Delta \ln ide_{t-k} + \pi_1 \ln vm_{t-1} + \pi_2 \ln ide_{t-1} + \varepsilon_t \dots (02)$$

يشير الرمز Δ إلى الفروق الأولى للمتغيرات موضوع الدراسة، معلمة المتغير التابع (الإصدارات الأولية للسوق) المبطللة لفترة واحدة على يسار المعادلة، تمثل π معاملات العلاقة طويلة الأجل، بينما تعبر معاملات الفروق الأولى (δ) على معاملات الفترة القصيرة في حين δ_0 و ε تشير إلى الجزء القاطع وأخطاء الحد العشوائي على التوالي. ونتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 05: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

Dependent Variable: LNVM Method: Least Squares Sample (adjusted): 1999 2017 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNVM(-1)	-0.107578	0.270825	-0.397223	0.6988
LNVM(-2)	0.363709	0.177553	2.048448	0.0651
LNIDE	0.539489	0.157259	3.430565	0.0056
LNIDE(-1)	0.041503	0.154978	0.267801	0.7938
LNIDE(-2)	-0.012355	0.163508	-0.075564	0.9411
LNIDE(-3)	0.117497	0.109827	1.069834	0.3076
LNIDE(-4)	0.239324	0.132462	1.806738	0.0982
C	9.774453	2.789297	3.504271	0.0049
R-squared	0.969770	Mean dependent var		21.39377
Adjusted R-squared	0.950532	S.D. dependent var		1.291935
S.E. of regression	0.287344	Akaike info criterion		0.639289
Sum squared resid	0.908233	Schwarz criterion		1.036947
Log likelihood	1.926756	Hannan-Quinn criter.		0.706588
F-statistic	50.41040	Durbin-Watson stat		2.321129
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

وفي ما يلي تقييم لنتائج تقدير نموذج UECM:

أ. المعايير الإحصائية:

- اختبار معنوية المعلمات: لدراسة اختبار معنوية المعالم يكفي مقارنة الاحتمال المحسوب مع مستوى معنوية 0.05 لاختبار إحدى الفرضيتين، فإذا كان الاحتمال أصغر من 0.05 نرفض فرضية العدم القائلة بأن للمعلمة ليس لها معنوية إحصائية، ونقبل الفرضية البديلة القائلة أن للمعلمة معنوية إحصائية، والعكس صحيح؛ بحيث نلاحظ أن الثابت ومتغير الاستثمار الأجنبي المباشر (lnide) معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5%.

- معامل التحديد: نلاحظ أن معامل التحديد يقدر بـ $R^2 = 0.9697$ ، وهو مقبول حيث أن قيمة التغير في المتغيرات المستقلة يمكنها تفسير 96.97% من التغيرات التي تحدث على الإصدارات الأولية للسوق الأردني، مما يعني أن هناك ارتباط قوي بين الإصدارات الأولية للسوق الأردني والاستثمار الأجنبي المباشر.

- اختبار Fisher: حتى نتحقق من أن قيمة معامل التحديد R^2 المحصل عليها أعلاه هي قيمة موضوعية نستخدم اختبار Fisher، حيث نقوم من خلاله باختبار المعنوية الكلية للنموذج ومن خلال الجدول أعلاه لدينا قيمة فيشر $F = 50.41$ وباحتمال $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000$ ، ومنه نرفض فرضية العدم التي تنص على أن كل المعلمات المستقلة مساوية للصفر، ونقبل الفرضية البديلة والتي تفيد بوجود على الأقل معامل واحد لا يساوي الصفر، مما يعني أن اختبار فيشر معنوي إحصائياً عند مستوى معنوية 5%.

ب. المعايير القياسية:

- الارتباط الذاتي للأخطاء: للتحقق من فرضية وجود ارتباط ذاتي من عدمه، نستعمل اختبار Durbin-Watson.

من خلال نتائج اختبار درين وتسون لدينا $DW=2.32$ ؛ $d_1=0.55$ ؛ $d_2=$ القيمة الدنيا لانعدام وجود الارتباط الذاتي و $d_2=2.40$: القيمة العليا لانعدام وجود الارتباط الذاتي، وعليه نلاحظ أن قيمة درين وتسون محصورة بين القيمة العليا والقيمة الدنيا أي منطقة شك (عدم الحسم)، إذن لا نستطيع أن نتخذ أي قرار بشأن قبول العدم أو رفضه لهذا الاختبار.

– اختبار ثبات التباين: من الجدول أعلاه لدينا:

جدول رقم 06: نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.210767	Prob. F(7,11)	0.3726
Obs*R-squared	8.268497	Prob. Chi-Square(7)	0.3095
Scaled explained SS	3.120665	Prob. Chi-Square(7)	0.8736

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

نلاحظ من نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey لثبات التباين أن الاحتمال يساوي 0.3726 وهو أكبر من مستوى معنوية 1%، 5%، 10%، وعليه يمكن القول أن النموذج لا يعاني من اختلاف التباين.

– مشكل التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة:

جدول رقم 07: نتائج اختبار Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.062756	Prob. F(2,9)	0.3852
Obs*R-squared	3.629922	Prob. Chi-Square(2)	0.1628

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews.9

نلاحظ من خلال اختبار Breusch-Godfrey لمشكل التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة أن

$prob = 0.3852 \phi 0.1$ وبالتالي القيمة المحسوبة اصغر من القيمة الجدولية ومن ثم نقبل الفرضية العدم أي انه لا يوجد تعدد

خطي بين المتغيرات المفسرة في النموذج.

2-4 نتائج نموذج تصحيح الخطأ والتوازن طويل الأجل:

أ. علاقة الأجل القصير:

يظهر الجدول أدناه أن التغير في $lnide$ تمارس تأثيراً معنوياً على $lnvm$ ، وتشير مرونة الأجل القصير إلى أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر ($lnide$) بـ 100% تؤدي إلى زيادة قيمة إصدارات السوق الأولية ($lnvm$) بـ 53%، هذا ما يوضح وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وقيمة إصدارات السوق في الأجل القصير، أظهرت نتائج ECM أن معامل إبطاء حد تصحيح الخطأ ECM يكشف سرعة عودة متغير قيمة الإصدارات الأولية للسوق نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل حيث في كل فترة زمنية نسبة اختلال التوازن من الفترة $(t-1)$ تقدر بـ (0.74) والتي تعد معامل تعديل عالي نسبياً، بمعنى آخر عندما ينحرف متغير قيمة الإصدارات الأولية خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة $(t-1)$ عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل فإنه يتم تصحيح ما يعادل 74%، من هذا الاختلال في الفترة t إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل بعد حوالي سنة وأربعة أشهر، في حين تظهر معنوية معامل حد الخطأ عند مستوى معنوية 1% عن وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات $lnide$ & $lnvm$.

الجدول رقم 08: نتائج نموذج تصحيح الخطأ والتوازن طويل الأجل

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: LNVM				
Selected Model: ARDL(2, 4)				
Sample: 1995 2017				
Included observations: 19				
Cointegrating Form				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0328	-2.439832	0.149071	-0.363709	D(LNVM(-1))
0.0010	4.428287	0.121828	0.539489	D(LNIDE)
0.0594	-2.101934	0.163880	-0.344466	D(LNIDE(-1))
0.0050	-3.500487	0.101935	-0.356821	D(LNIDE(-2))
0.0641	-2.058292	0.116273	-0.239324	D(LNIDE(-3))
0.0008	-4.575362	0.162581	-0.743869	CointEq(-1)
Cointeq = LNVM - (1.2441*LNIDE + 13.1400)				
Long Run Coefficients				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.714553	0.106202	1.244114	LNIDE
0.0000	17.068645	0.769834	13.140021	C

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

ب. علاقة الأجل الطويل :

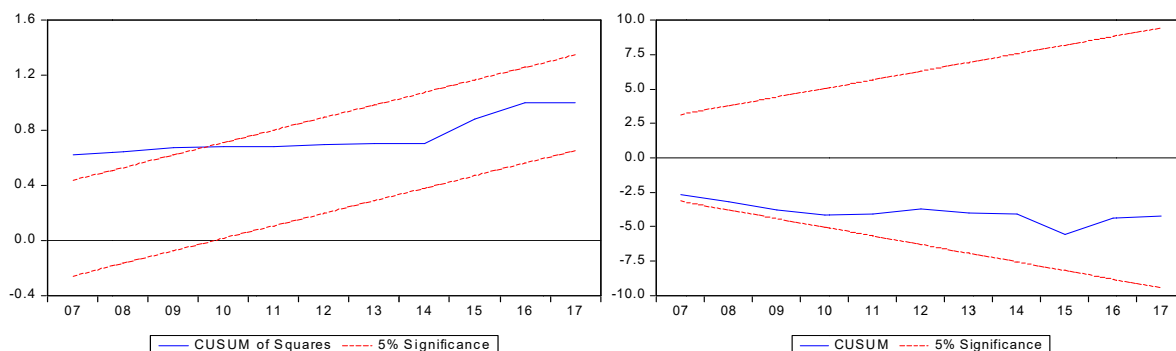
يتضح من نتائج جدول معاملات الأجل الطويل في إطار منهجية ardl أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لها تأثير معنوي في المدى الطويل على قيمة إصدارات السوق الأولية، وكما كان متوقعا وجود علاقة طردية بين المتغيرين $lnvm$ & $lnide$ ، بحيث مرونة قيمة إصدارات السوق الأولية بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر $\beta_1 = 1.244$ ، أي كلما زاد الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 100% زادت إصدارات السوق الأولية بـ 124%. هذه النتيجة تتوافق مع التوقعات والنظرية الاقتصادية والعديد من الدراسات السابقة.

2-5 اختبار الاستقرار (Stability Test) الهيكلي لمعاملات ARDL-ECM:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها فإننا نستخدم الاختبارات المناسبة لذلك: المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUM of Squares). يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من CUSUM و CUSUM of Squares داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وعلى ضوء معظم هذه الدراسات قمنا بتطبيق هذين الاختبارين المقترحين من قبل Brown , Dublin و Evans (1975).

الشكل رقم 05: رسم بياني للمجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) والمجموع التراكمي لمربعات البواقي

(CUSUM of Squares)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

2-6 نتائج اختبار سببية جرانجر: لفحص أي متغيرات الدراسة يؤثر في الآخر، أو بعبارة أخرى، هل متغير الاستثمار الأجنبي (LNIDE) له القدرة على تفسير التغيرات التي تحدث في قيمة إصدارات السوق الأولية (LNVM) في سوق المال الأردني، أو العكس صحيح؛ ولإجراء هذا الاختبار نقوم أولاً بتحديد درجة التأخير المناسبة، وفيما يلي قيم AIC لدراجات التأخير من 0 إلى 3:

جدول رقم 09: نتائج درجات التأخير المناسبة وفق معيار AIC

درجة التأخير	0	1	2	3
AIC	5.011	3.215	3.296	2.870

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

درجة التأخير المناسبة لأدنى قيم حسب معيار في المجال 0-3 هي 3، ونتيجة اختبار سببية جرانجر بين المتغيرين (LNIDE & LNVM) بثلاثة درجات تأخير كانت كما يلي:

جدول رقم 10 نتائج اختبار سببية جرانجر

Lags: 3			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LNIDE does not Granger Cause LNVM	20	4.58157	0.0212
LNVM does not Granger Cause LNIDE		0.22039	0.8805

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

يوضح الجدول رقم (10) نتائج السببية بين المتغيرين محل الدراسة وهما الاستثمار الأجنبي المباشر وقيمة إصدارات السوق الأولية، تشير نتائج التقدير للعلاقة السببية في الأجل القصير إلى أن إحصائية F بلغت (4.581) باحتمال قدره (0.0212)، فإننا نقبل فرضية أن التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر يسبب حسب مفهوم جرانجر التغيرات الحاصلة في قيمة إصدارات السوق الأولية، أما بالنسبة لاختبار فرضية وجود علاقة سببية تتجه من قيمة إصدارات السوق الأولية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، فتشير النتائج إلى رفض فرضية أن التغير في قيمة إصدارات السوق الأولية يسبب تغيرات في الاستثمار الأجنبي، بحيث بلغت إحصائية F بلغت (0.022) باحتمال قدره (0.88)، أي أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى قيمة إصدارات السوق المالية.

خاتمة:

من خلال هذه الدراسة التي تبحث في دور الاستثمار الأجنبي المباشر في فعالية وتنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال 1995-2017 تبين ما يلي:

- تسعى جميع الدول النامية لجلب أكبر حجم من الاستثمارات الأجنبية المباشرة بمختلف التحفيزات فالأردن كغيرها تحاول تنمية مواردها المالية وبمجموعة من الامتيازات والمتمثلة في ما يلي: توفير الخدمات الأساسية، استقرار سعر الصرف الدينار، الإصلاحات الاقتصادية، التشريعات والقوانين التي تسمح بتدفق رؤوس الأموال، هذه التحفيزات نتج عنها زيادة مساهمة الأجانب في القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة في أسهم الشركات المتداولة خلال العام 2017 حوالي 994.9 دينار مشكلة ما نسبته 34% من حجم التداول الكلي في البورصة، وهذا حسب إحصائيات التقرير السنوي 2017 لبورصة عمان.
- تعاني الدول النامية على غرار الأردن من نقص الموارد المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، ولمواجهة هذا النقص يجب تشجيع وتحفيز الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- يعتمد استقرار السوق المالي الأردني على حجم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فمن خلال هذه الدراسة هناك تناسب طردي بين تنامي حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة وزيادة تدفق رؤوس الأموال في السوق المالي الأردني، وهذا الأخير معبر عنه بزيادة قيمة إصدارات السوق الأولية.
- كل من السلاسل الزمنية (للمتغيرين $lnvm$ & $lnide$) المستعملة في الدراسة مستقرة عند الفرق الأول (1)؛
- باستخدام التكامل المشترك بمنهجية اختبار الحدود تبين وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرين.
- وجود علاقة طردية ومعنوية في المدى الطويل بين المتغيرين $lnvm$ & $lnide$ ، بحيث مرونة قيمة إصدارات السوق الأولية بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر $\beta_1 = 1.244$ ، أي كلما زاد الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 100% زادت إصدارات السوق الأولية بـ 124%.
- وجود علاقة طردية ومعنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وقيمة إصدارات السوق في الأجل القصير، وتشير مرونة الأجل القصير إلى أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر ($lnide$) بـ 100% تؤدي إلى زيادة قيمة إصدارات السوق الأولية ($lnvm$) بـ 53%؛
- أظهر نموذج تصحيح الخطأ المقدرة القدرة على الرجوع لنقطة التوازن والتكيف في الأجل الطويل؛ كما أن النموذج يحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة.
- توجد علاقة سببية في اتجاه واحد بفترة إبطاء $lag=3$ من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى قيمة إصدارات السوق المالية.

قائمة المصادر والمراجع

- 1 - شوام بوشامة، تقييم واختبار الاستثمارات، دار الغرب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003، ص ص 24، 25.
- 2 - إمام محمد سعد، البترو دولار والاستثمار الأجنبي دراسة تحليلية تداعيات أسعار البترول على أسواق رأس المال والتمويل الدولي، المكتب العربي للمعارف، مصر، الطبعة الأولى، 2004، ص 87.
- 3 - باسم حمادي الحسين، الاستثمارات الأجنبية المباشر عقود التراخيص النفطية وأثرها في تنمية الاقتصاد، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2014، بيروت، لبنان، ص ص 17، 18.
- 4 - أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، الطبعة الثالثة، مصر، 2007، ص ص 100، 101.
- 5 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص 17.
- 6 - محمد الفاتح محمود بشير، البورصات والأوراق المالية، المكتبة العصرية، مصر، 2017، ص 05.
- 7 - صلاح عبد الحميد، البورصة والأوراق المالية أهميتها ودورها وتأثيراتها، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، مصر، القاهرة، الطبعة الأولى، ص 79.
- 8 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، مصر، الإسكندرية، 2009، ص ص 5، 6.
- 9 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص 84.
- 10 - منى محمد الحسين عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة أمارا باك، الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس العدد الثالث عشر (2014)، ص 101.
- 11 - بثينة محمد علي المحتسب، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي في الأردن، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 56، العدد 2، 2009، الجامعة الأردنية، قسم اقتصاد الأعمال، كلية الأعمال، ص 322.
- 12 - محمد سليم الشورة، وآخرون، تقييم واقع مناخ البيئة الاستثمارية في الأردن من وجهة نظر المستثمرين الأجانب، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات، المجلد (13)، العدد (2)، شوال 1413، إيلول 2010، كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة عمان الأهلية، ص 165.
- 13 - بن ياني مراد وآخرون، تقييم مناخ الاعمال في الجزائر خلال الفترة 1980-2015 وفقا لاختبار التكامل المشترك بمنهج الحدود **Bounds Test**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 05، 2017، ص 16.
- 14 - إحصائيات من:
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات.
- التقرير السنوية عن بورصة عمان.