



أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان

دراسة تحليلية قياسية باستخدام نموذج (ARDL) للفترة (1996-2019)

The impact of foreign indirect investment on the performance index of the Amman Stock Exchange

An empirical analytical study using the ARDL model during the period (1996-2019)

نبيل حركاتي، جامعة سطيف 1 (الجزائر)، harkati_nabil2000@yahoo.fr

جبهة شناعة*، جامعة سطيف 1 (الجزائر)، dj.chenafa@gmail.com

المؤلف المرسل: جبهة شناعة	تاريخ النشر: 2021/06/30	تاريخ القبول: 2021/05/24	تاريخ الارسال: 2021/05/10
---------------------------	-------------------------	--------------------------	---------------------------

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تحديد أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان، اعتماداً على بيانات سنوية للفترة (1996-2019)، اشتملت متغيرات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) و مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ، أما مؤشر أداء البورصة فتمثل في الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية؛

أظهرت نتائج الدراسة الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان ، كما بينت نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) أن متغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى و الفرق الأول، ما استدعى إعداد نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)؛ حيث أظهرت نتائج اختبارات النموذج وجود علاقة تكامل مشترك من خلال اختبار (Bound Test)، كما تبين من خلال نتائج اختبار تصحيح الخطأ المقيد للمدى القصير، أن النتائج لا تختلف عن تقدير النموذج في المدى الطويل ؛بينت النتائج أيضاً وجود أثر إيجابي ذو دلالة معنوية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على مؤشر أداء بورصة عمان في الأجل الطويل ووجود أثر إيجابي في الأجل القصير كذلك، في حين كان تأثير صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) على مؤشر أداء البورصة غير معنوي.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مؤشر أداء البورصة، بورصة عمان، نموذج ARDL.

Abstract:

The main aim of this study is to determine the impact of foreign indirect investment on the performance index of the Amman Stock Exchange, based on annual data during the time period (1996-2019). The variables of indirect foreign investment included net of indirect foreign investment (foreign trade) and foreigners' participation in the capital of stockholders' companies. while the stock market performance index, is represented by the stock price index weighted by the market value. The study results revealed the relative importance of indirect foreign investment in the Amman Stock Exchange, The results of the unit root test (ADF) also showed that the study variables are stationary at the level and first difference, which allows the researcher to apply the ARDL autoregressive model; Where the results of the model tests showed the existence of a common complementarity relationship through the (Bound Test) test, and the results of the restricted error correction test for the short term showed that the results do not differ from the model estimation in the long term.

The results also showed a positive and significant impact for foreigners' contributions of the capital of listed companies on the performance index of the Amman Stock Exchange in the long term, and the existence of a positive effect in the short term as well, while the net of indirect foreign investment (foreign trading) indicates an insignificant impact on the performance index of the ASE.

Keywords: foreign indirect investment; Stock performance index; Amman Stock Exchange; ARDL Model.

1. تمهيد:

لسوق الأوراق المالية دور هام في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية، وإيجاد فرص التوظيف الفعال أمام أصحاب الفوائض المالية، فهي أداة لتعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لتلبية احتياجاتها من الموارد المالية، كما أن سوق الأوراق المالية لها دور فعال في كفاءة الأداء الاقتصادي من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، لاسيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، مما نتج عنه زيادة التقارب فيما بينها، كما أن انتهاج سياسة التحرير المالي أدى إلى زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول ومنها العربية، وكان جزء كبير من تلك التدفقات في صورة استثمارات أجنبية غير مباشرة. وقد كان ذلك حافزا للعديد من الدول النامية وعلى غرارها الأردن، التي عملت على فتح سوقها المالية أمام الاستثمارات الأجنبية، كما وضعت أنظمة وتعليمات وفقا للمعايير الدولية المعمول بها من أجل رفع مستوى الشفافية والحماية في سوقها المالية، الأمر الذي يهدف إلى إزالة المعوقات أمام الشركات الأردنية والأجنبية، وبالتالي زيادة منافسة السوق مما يساعد على دمج الاقتصاد الأردني بالأسواق المالية العالمية.

ومنذ أن تأسس، شهد سوق عمان المالي العديد من التغيرات الهامة، حيث أنه ومع صدور قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، تم تشكيل هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ومركز ايداع الاوراق المالية ، واستحداث نظام التداول الالكتروني في عام 2000، كما تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة في عام 2017، وعلى الرغم من

تواضع مستوى أداء بورصة عمان، وما يدل عليه مؤشر اتجاهات الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية مقابل حجم الإجراءات التي تم تطبيقها بالبورصة، من خلال إصدار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تسمح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في مختلف أنواعه وضمن تسهيلات عديدة والانضمام إلى عدة اتفاقيات عالمية، إلا أن بورصة عمان قد أظهرت حساسيتها وتأثرها بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

1.1 إشكالية الدراسة: بناء على ما تقدم يمكننا صياغة إشكالية دراستنا على النحو التالي:

ما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان؟

ويندرج ضمن التساؤل الرئيسي السؤالين الفرعيين التاليين:

- هل توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ممثلاً فيصافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب)، مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ومؤشر أداء بورصة عمان؟
- هل يوجد أثر للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان؟

1.2 فرضيات الدراسة: اعتمدنا في معالجة التساؤلات المطروحة على الاختبار القياسي لمدى صحة الفرضيات، والتي صيغت على النحو التالي:

- توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ممثلاً فيصافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب)، مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ومؤشر أداء بورصة عمان؛
- يوجد أثر ذو دلالة معنوية للاستثمار الأجنبي غير المباشر ممثلاً في صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب)، مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة على مؤشر أداء بورصة عمان.

1.3 أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى المساهمة في تحديد أثر وطبيعة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر أداء بورصة عمان، وذلك بالطرق في الجانب النظري إلى المفاهيم المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر من تعريف ودوافع وخصائص وأهمية، كما تطرقنا إلى مفهوم الرقم القياسي لأسعار الأسهم كأحد مؤشرات قياس أداء البورصة؛ كما كان هدفنا في الجانب التطبيقي تحليل أداء بورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر خلال الفترة (1996-2019)، من خلال تحليل التطور في المؤشر العام المرجح بالقيمة السوقية باعتباره من أهم المؤشرات الدالة على نشاط وأداء البورصة، وتطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) ومساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة كمؤشرين للاستثمار الأجنبي غير المباشر، وكان هدفنا أيضاً قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان، محاولين بذلك تفسير الأثر وطبيعة العلاقة بين المتغيرات التي تضمنها النموذج المعتمد عليه في التحليل.

1.4 منهج الدراسة: وصولاً لأهداف البحث اعتمدنا المنهج الوصفي والتحليلي، من خلال تحليل وتوظيف الإطار النظري للاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر أداء البورصة، كما سيتم اعتماد الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي، بناء على تقدير نموذج قياسي يتمثل في نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL، حيث تم الاعتماد على معطيات سلاسل زمنية تمتد على طول الفترة (1996-2019) ليتم الحصول على ما قيمته 24 مشاهدة في المجموع، وبالتطبيق على برنامج Eviews10.

1.5 محاور الدراسة: جاءت محاور الدراسة على النحو التالي:

- الأدبيات النظرية للاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر أداء البورصة؛
- دراسة تحليلية لمؤشر أداء بورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (1996-2019)؛
- النمذجة القياسية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان للفترة (1996-2019).

2. الأدبيات النظرية للاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر أداء البورصة

2.1 مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يسمى أيضا بالتوظيف المنقول أو الاستثمار في المحفظة، يتضمن التوظيفات المحققة عن طريق السندات والأسهم والتي تتم في مؤسسات قائمة خارج البلد الذي يقيم فيه المستثمرون، وهذا النوع من التوظيف لا يتطلب المشاركة في تسيير الشركات الأجنبية.

2.1.1 تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر: عرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر بأنه "شراء بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيم دولة أخرى، يعطي للمستثمر الحق في نصيبه من أرباح الشركات التي قامت بإصدار الأسهم، إلا أنه لا يترتب عليه حقوقا للرقابة أو المشاركة في إدارة تلك الشركات" (فايز، 2005، صفحة 44)، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين الأجانب تحقيق الأرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار (المضاربة)، وكذلك تقليل المخاطرة من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية. (حمزة، 2011، صفحة 11)؛ وفي تعريف آخر هو "تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف، بقصد المضاربة أو الاستفادة من فروق الأسعار، أو للحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم، بشرط أن لا يملك المستثمر الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة ومراقبة المشروع، كما يتميز بأنه قصير الأجل". (حمزة، 2011، صفحة 112)؛ وعرف أيضا بأنه "الاستثمار الذي يتخذ أحد الشكلين، شراء الأجانب لأسهم الشركة أو إعطاء القروض للشركة أو الحكومة على شكل سندات أو أذونات الخزينة والتي يقوم المستثمر الأجنبي بشرائها" (Daniels. John, 2001, p. 1)؛ كما عرف على أنه: "الاستثمار في الأوراق المالية وذلك من خلال امتلاك الأفراد والشركات والمصارف لأوراق مالية كالأسهم والسندات، دون ممارسة أي نوع من أنواع السيطرة أو الرقابة على المشروع الاستثماري، وعادة يكون قصير الأجل بالقياس إلى الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون طويل الأجل". (القرعان، 2020)؛ وسمي بالاستثمار غير المباشر لأنه ليس للمستثمر الأجنبي حق في إدارة موجودات الشركة التي اشترى أسهمها كما أنه استثمار قصير الأجل.

2.1.2 الأسباب التي تدفع الأفراد والشركات نحو الاستثمار غير المباشر: من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد والشركات نحو الاستثمار غير المباشر ما يلي (حمزة، 2011، صفحة 113):

- إمكانية تحويل تلك الاستثمارات بسرعة وسهولة إلى نقد وبتكلفة منخفضة، ويتوقف ذلك على درجة سيولة السوق المالية وفعاليتها؛

• إمكانية تحقيق عوائد قياسية من تلك الاستثمارات سيما الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة كالسندات، الأمر الذي يدفع الأفراد والشركات إلى تحويل مدخراتهم من أصول لدى البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى، إلى السوق المالية للاستثمار في أدواتها المختلفة، ويتميز الاستثمار الأجنبي غير المباشر بمجموعة من الخصائص منها: (Hemeci, 2002, p. 387)

- سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة؛

• صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها، حيث قد تنسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعدة عوامل؛

• ينحصر هذا الاستثمار في المتاجرة بالأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية، الهدف الرئيسي للمستثمر هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي، مع تخفيض درجة المخاطرة من خلال التنويع.

• كما أن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا ما يزيد من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات ويرفع سعرها في الأسواق، ويؤدي إلى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها.

2.1.3 أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر: إن التوسع والانفتاح الذي يشهده الاقتصاد العالمي وتدفقات الاستثمارات الأجنبية الناتجة عن إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، أدى إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، بغرض التنويع في مكوناتها وبالتالي تخفيض مخاطرها، فكلما زادت الأسواق حجما وسيولة زادت ثقة المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة جذب المستثمرين المحليين والأجانب، كما أن تحسن السيولة يشجع على المزيد من الإصدارات سواء من جانب المؤسسات القائمة أو الجديدة، كما يؤدي تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل إلى زيادة كفاءة السوق المحلية، عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة، والتي يكون لها أثر في جذب المزيد من التدفقات مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار، كما أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نمواً، مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم (باصور، 2015، صفحة 73)، لذا فإن تحرر تدفقات رؤوس الأموال قد يؤدي إلى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي؛ كما يتبع زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر زيادة تدفق العملات الأجنبية نحو الداخل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سيولة سوق الصرف الأجنبية، مما يزيد من قدرة السوق المالية على توفير الائتمان للشركات الأجنبية، إذ تسمح أسواق الأوراق المالية السائلة للمستثمرين استبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبأقل تكلفة مما يجعل الاستثمار أقل مخاطرة (ذنون، 2007، صفحة 307)؛ فضلا عن ذلك فإن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يحسن من مستوى الإفصاح عن المعلومات والمعايير المحاسبية، وذلك من خلال الاستفادة من تجربة استخدام تلك المعايير في الأسواق الدولية ومعرفة كيفية تطبيقها (Evans, 2013).

2.2 مؤشر أداء البورصة: يعد مؤشر أداء البورصة من الأدوات الهامة لرصد ومتابعة التطورات التي تشهدها الأسواق المالية ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق.

يعرف مؤشر أداء البورصة على أنه "رقم قياسي يعكس تطور الأسعار في سوق الأوراق المالية بالزيادة أو النقصان، وذلك استنادا على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسها" (عصام، 2008، صفحة 20)؛ كما يعرف أيضا بأنه "قيمة رقمية تقيس التغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعدها عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يسمح بمعرفة تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، وهو

بذلك يعكس أسعار السوق واتجاهها، وبالتالي فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم" (العبد، 2002، صفحة 251)؛

يعد المؤشر تلخيصاً لأداء السوق كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ونتائج التداول في سوق الأوراق المالية؛

يهدف المؤشر إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنه يساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع (Blake, 1990, p. 43)، وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة والتي تمثل مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعوداً أو هبوطاً، فعندما تكون حركة مؤشر الأسعار المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه يطلق عليه السوق الصعودي (Bull Market)، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق التزولي (Bear Market) (Yartey, 2006, p. 39).

3. دراسة تحليلية لمؤشر أداء بورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (1996-2019)

3.1 مؤشر أداء بورصة عمان: يعتبر مؤشر أداء بورصة عمان من الأرقام القياسية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار في البورصة، تستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من جانفي 1980 كفترة أساس، بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004، علماً أنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة؛ وفي مطلع عام 1992 بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، تم زيادتها إلى 60 شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في العام 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة؛

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة

وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط. ويمكن من خلال تتبع المؤشر معرفة اتجاهات أسعار الأسهم وبالتالي أداء البورصة، حيث يبين الجدول 01 اتجاهات الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة

(1996-2019).

الجدول رقم 01: الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (1996-2019)

إغلاق 1999=1000 نقطة

السنة	قيمة المؤشر	التغير %	السنة	قيمة المؤشر	التغير %
1996	1534.6	-	2008	6243.1	-17
1997	1692.4	10	2009	5520.1	-12
1998	1701.3	1	2010	5318	-4
1999	1673.5	0	2011	4648.4	-13
2000	1330.5	-20	2012	4593.9	-1
2001	1727.2	30	2013	4336.7	-6
2002	1700.2	-2	2014	4237.6	-2
2003	2614.5	54	2015	4229.9	0
2004	4245.6	62	2016	4069.7	-4
2005	8191.5	93	2017	4009.4	-1
2006	5518.1	-33	2018	3797.1	-5
2007	7519.3	36	2019	3513.8	-7

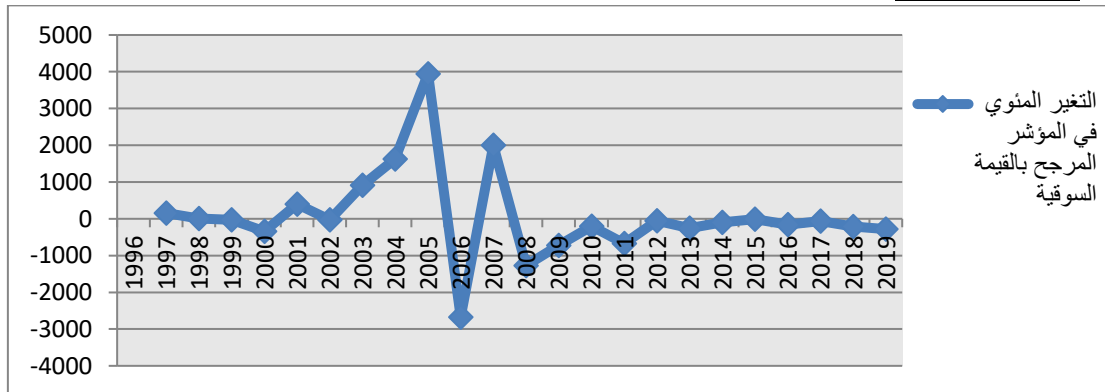
المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان، متاحة على الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo

بناء على معطيات الجدول أعلاه، فقد شهد أداء بورصة عمان خلال النصف الثاني من عقد التسعينيات تذبذباً ملحوظاً، يرجع للأحداث السياسية التي شهدتها المنطقة بعد أحداث حرب الخليج في عام 1990 التي أثرت على الاقتصاد الأردني بشكل عام، حيث عرفت أسعار الأسهم تذبذباً بين ارتفاع وانخفاض خلال السنوات الأولى بين 1996 و 2000، حيث عرف الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية ارتفاعاً بقيمة 1692.4 نقطة في عام 1997 بنسبة تغير 10% مقارنة بسنة 1996 بسبب توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية، ثم انخفض بشدة سنة 2000 بمعدل نمو سالب بلغ -20% مقارنة بسنة 1999، لتعود حالة الانتعاش بعد ذلك خلال الفترة 2003-2005 استجابة للتطورات التي شهدتها البورصة على المستوى التشريعي والتنظيمي، حيث كان للتداول الإلكتروني أثراً بالغ الأهمية، مما سهل التداول ورفع كفاءة الوسطاء بالإضافة إلى إعطاء المرونة بالتداول، كما أن نجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا والانضمام إلى منظمة التجارة الحرة، كان له أثراً بالغ الأهمية في ارتفاع الأسعار، ليسجل بعدها المؤشر أقصى قيمة ب 8191.5 نقطة سنة 2005 بنسبة ارتفاع 93% مقارنة بسنة

2004، حيث اختتمت بورصة عمان تعاملاتها بمكاسب قياسية لم يسبق لها مثيل حيث سميت سنة 2005 بسنة الاكتتابات، كما لجأت هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان نتيجة تضخم الأسعار المرتفع إلى امتصاص هذا التضخم من خلال إدراج أسهم شركات جديدة يكون سعر الافتتاح فيها أقل من سعر الاكتتاب (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2005)، كما انعكس النشاط الكبير الذي شهدته السوق الثانوية وارتفاع الأسعار خلال عام 2005 على نشاط السوق الأولية، من خلال تخفيض قيام شركات جديدة وكذا تشجيع الشركات القائمة على زيادة رؤوس أموالها، وذلك في ظل توفر سيولة لدى المستثمرين ناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم، وكذلك زيادة الطلب على الاستثمار بالأسهم نظرا لارتفاع عوائدها (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2005)؛ في حين شهدت البورصة تراجعاً حاداً في أسعار الأسهم سنة 2006 بنسبة -33% نتيجة لعملية الاكتتاب التي تطلبت سيولة كبيرة، لتشهد الأسعار ارتفاعاً في عام 2007 نتيجة لارتفاع أسعار معظم الشركات المدرجة، ونتيجة لذلك ارتفع الرقم القياسي لمؤشر أداء البورصة ليصل إلى 7519.3 بنسبة ارتفاع 36% مقارنة بعام 2006، ثم رجعت أسعار الأسهم إلى الانخفاض طيلة الفترة (2008-2019)، حيث شهد النصف الثاني من عام 2008 تراجعاً في أسعار الأسهم نتيجة للأزمة المالية العالمية التي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية مما انعكس على الأرقام القياسية للبورصات، حيث انخفض الرقم القياسي في نهاية العام بنسبة -17% مقارنة بعام 2007 ليغلق عند مستوى 6243.1 نقطة، وذلك لانخفاض الرقم القياسي لمعظم القطاعات الفرعية، وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم في عام 2008 انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2008)، وقد استمر بعدها الرقم القياسي في الانخفاض ليصل إلى أدنى مستوياته في عام 2019، ليغلق عند مستوى 3513.8 نقطة بنسبة انخفاض -7% مقارنة بعام 2018.

ومن خلال ما تقدم، نلاحظ أن مؤشر أداء بورصة عمان كانت عرضة للتغير خلال فترة الدراسة وبنسب مختلفة، والشكل الموالي يبين التغير المتوي في المؤشر المرجح بالقيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (1996-2019).

الشكل رقم 01: التغير المتوي في المؤشر المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة (1996-2019)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الجدول 01.

3. 2 الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان: قامت الحكومة الأردنية بانتهاج سياسات اقتصادية تقوم على استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوفير المناخ الاستثماري المناسب، من خلال إصدار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تسمح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في مختلف أنواعه وضمن تسهيلات عديدة، وكان ضمن سياسات الاستثمار

المنوحة للمستثمرين الأجانب، الاستثمار في أسهم الشركات الأردنية وغير الأردنية في بورصة عمان، حيث أصبحت مساهمة المستثمر الأجنبي في القيمة السوقية للشركات داخل البورصة يفوق نسبة مساهمة المستثمر المحلي.

3. 2. 1 تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان: فيما يخص التداولات الخاصة بالمستثمرين الأجانب فإنه يتم توضيحها في الجدول أدناه:

الجدول رقم 02: تطور تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان للفترة (1996-2019)

السنوات	شراء الأجانب (د.أ.) 1	بيع الأجانب (د.أ.) 2	صافي الاستثمار الأجنبي (د.أ.): 2-1	السنوات	شراء الأجانب (د.أ.) 1	بيع الأجانب (د.أ.) 2	صافي الاستثمار الأجنبي (د.أ.): 2-1
1996	26,445,212	17,923,594	8,521,618	2008	534,835,219.4	354,020,910.3	309,815,180
1997	100,499,724	43,735,612	56,764,112	2009	2,135,432,525	490,209,139.2	-3,776,965
1998	204,989,118	82,382,672	122,606,446	2010	1,036,593,054	924,190,051.1	597,870,14
1999	94,277,777	78,806,529	15,471,248	2011	555,793,367	477,177,035	78,616,332
2000	53,015,845	64,848,920	-11,833,075	2012	322,947,640	285,297,250	37,650,390
2001	104,486,389	211,990,826	-107,504,437	2013	939,494,132	792,633,933	146,860,199
2002	233,384,182	232,501,490	882,692	2014	362,693,768	384,847,326	-22,153,558
2003	281,085,270	199,195,647	81,889,623	2015	981,703,270	971,119,336	10,583,934
2004	380,336,550	311,379,947	68,956,603	2016	666,471,013	429,392,059	237,078,954
2005	2,152,280,127	1,739,246,534	413,033,593	2017	994,948,408	618,238,329.1	-34,290,210
2006	1,995,091,127	181,448,214	1,813,642,913	2018	1,231,809,047	747,269,584	484,539,463
2007	2,825,297,394	235,904,1344	466,256,050	2019	528,716,899	414,631,033	114,085,866

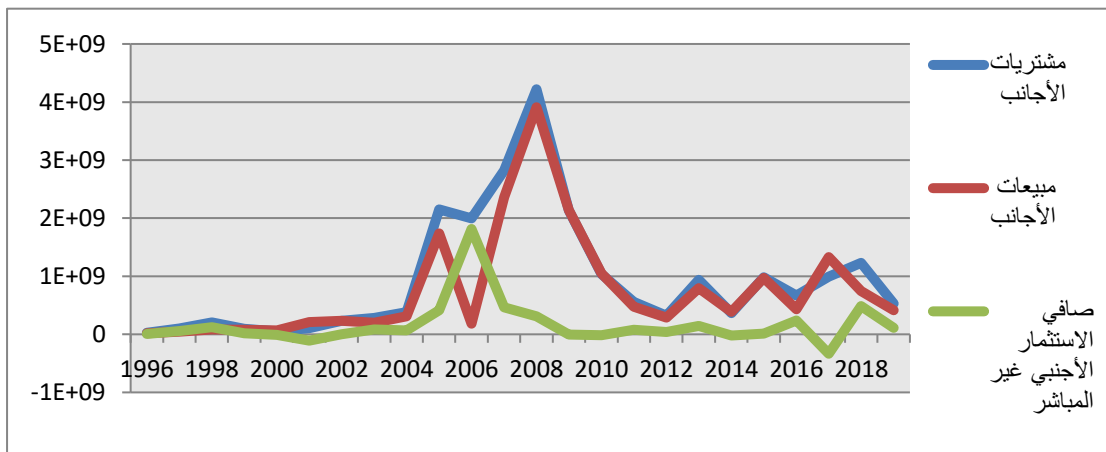
المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان متاحة على الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo

فإذا ما نظرنا بشكل تفصيلي إلى تحليل حركة تداولات المستثمرين الأجانب سنويا، بصفتهم مشترين خلال الفترة (1996-1999) لوجدنا تأثيرها بالعديد من الظروف المحلية والعالمية، فبعدما بدأ التعامل بنحو 26 مليون دينار أردني شراء عام 1996 وصل إلى 100 مليون دينار أردني في عام 1997، حيث تم في عام 1997 ولأول مرة إصدار شهادات إيداع خارج الأردن لشركة البوتاس العربي في لندن، كما قامت شركة مناجم الفوسفات الأردنية بإصدار سندات في الأسواق الأوروبية و بأسعار فائدة منافسة، مما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين بهذه الشركات المصدرة، (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2005)، ثم زادت بعدها مشتريات الأجانب لتصل إلى 94 مليون دينار أردني في عام 1999، غير أنها انخفضت في عام 2000 مباشرة لتصل إلى 53 مليون دينار أردني أي بنسبة انخفاض قدرت ب 54% مقارنة بعام 1999، وبالتالي انخفض صافي حركة تعامل الأجانب ليصل إلى - 11 مليون دينار أردني في عام 2000، وقد زاد الانخفاض أكثر في عام 2001، حيث سجلت حركة تعامل المستثمرين الأجانب صافي استثمار سالب بلغ -107 مليون دينار أردني، ثم بدأ تنامي حركة تعاملات الأجانب مرة أخرى في عام 2002 لتصل إلى 233 مليون دينار أردني، كما زاد صافي حركة تعاملات الأجانب ليصل إلى 882 ألف دينار أردني، وبرغم زيادة حركة الشراء عام 2002 إلا أنه قد صاحبها ارتفاع في حركة البيع حيث وصلت إلى 232 مليون دينار أردني، ونتيجة لبعض العوامل الإيجابية والتي منها وضع وزارة الاستثمار برنامجا

لتنشيط البورصة في بداية عام 2005 يتضمن تطوير الأدوات المالية إلى جانب تكثيف الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات، وتعزيز نظم الرقابة والإفصاح وتحرير البورصة في عام 2005 (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2005) فقد شهد العام طفرة كبيرة في حجم مشتريات الأجانب وصلت إلى 2 مليار و152 مليون دينار أردني و1 مليار و995 مليون دينار أردني في عام 2006 بمعدل زيادة 83.30% مقارنة بعام 2005، وكان صافي حركة تعاملات الأجانب 1 مليار و813 مليون دينار أردني في عام 2006، مما يدل على زيادة ثقة الأجانب في تعاملات البورصة، والذي انعكس على ترايد حركة الشراء في عامي 2007 حيث وصلت إلى 2 مليار و825 مليون دينار أردني، وكان صافي حركة التعامل 466 مليون دينار أردني، وفي عام 2008 بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة، ما قيمته 4 مليار و219 مليون دينار أردني مشكلة ما نسبته 20.8% من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من طرفهم 3 مليار و910 مليون دينار أردني، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بما قيمته 309 مليون دينار أردني مقارنة مع ارتفاع قيمته 466 مليون دينار في عام 2007، لتتخفض فيما بعد في عامي 2009-2010 حيث بلغ الانخفاض أقصاه في عام 2010، إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة 1 مليار و36 مليون دينار أردني مشكلة ما نسبته 15.5% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة 1 مليار و51 مليون دينار أردني، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد انخفض بما قيمته 14 مليون دينار أردني مقارنة مع انخفاض قيمته 3 مليون دينار أردني في عام 2009، وقد مثل عام 2011 تحديا هاما في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد بدأت بورصة عمان في الصمود حيث تحول صافي حركة تعاملات الأجانب نحو الإيجاب حيث وصل إلى 78 مليون دينار أردني، كما زاد حجم مشتريات الأجانب على حجم مبيعاتهم وهو ما يؤكد قوة بورصة عمان على الصمود أمام الأزمة، وقد كانت الاستثمارات الأجنبية غير العربية هي الفئات التي سجلت أكبر نمو في أعداد المسجلين فيها عام 2011 بنسبة 33.7% وبنسبة 17.6% بالنسبة للاستثمارات الأجنبية غير العربية (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2011)، وبناء على ذلك نجحت بورصة عمان في جذب المزيد من المستثمرين الأجانب في عام 2013، حيث أكد التقرير السنوي للبورصة أنها استقبلت تدفقات أجنبية كبيرة، إذ بلغ صافي حركة تعاملات الأجانب 146 مليون دينار أردني، وسجل التقرير أن شراء المستثمرين الأجانب بلغ 939 مليون دينار أردني ومبيعات الأجانب 792 مليون دينار أردني، وقد استحوذت الاستثمارات الأجنبية العربية على نسبة 35.5% والأجنبية غير العرب على نسبة 14.4%، وقد انخفضت فيما بعد في عام 2014، حيث بلغ مقدار الانخفاض في صافي الاستثمار الأجنبي ما قيمته 22 مليون دينار أردني مقارنة بالارتفاع المحقق في عام 2013 البالغ مقدار 146 مليون دينار أردني، وبلغت نسبة مساهمة الأجانب في الشركات المدرجة في بورصة عمان ما نسبته 48.8% في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين 2.51% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، وقد تذبذبت فيما بعد حركة تداولات الأجانب بين ارتفاع وانخفاض تأثرا بالعوامل السياسية والاقتصادية داخل وخارج الأردن، فنجد ارتفاعها في الأعوام التي شهدت فيها بورصة عمان مجموعة من التطورات من خلال القوانين والإجراءات التي تنظم عمل البورصة، أو من خلال إدخال أدوات مالية جديدة كما حدث في عام 2018، حيث قامت البورصة بإدراج الإصدار الأول لصكوك التمويل الإسلامي الصادر عن الشركة الأردنية لصكوك التمويل الإسلامية، علما بأن هذا الإدراج للصكوك الإسلامية هو الأول من نوعه في بورصة عمان، والذي

سيساهم في زيادة عمق سوق رأس المال الأردني من خلال توفير أدوات مالية جديدة للمستثمرين متوافقة مع الشريعة الإسلامية (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2018)، وقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب في أسهم الشركات المتداولة ما قيمته 1 مليار و231 مليون دينار أردني، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم 747 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بما قيمته 484 مليون دينار أردني في عام 2018، وقد بلغت نسبة مساهمة الأجانب في القيمة السوقية للشركات المدرجة 51.71 %، في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين 48.29 % من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب في أسهم الشركات المتداولة حوالي 528 مليون دينار أردني مشكّلة ما نسبته 32.4% من حجم التداول الكلي في البورصة في عام 2019، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 414 مليون دينار، وبذلك تكون قيمة صافي الاستثمار الأجنبي 114 مليون دينار، وقد بلغت نسبة مساهمة الأجانب في الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية 2019 حوالي 51.63 % من إجمالي القيمة السوقية للبورصة (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019)، والشكل الموالي يبين تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2019).

الشكل رقم 02: تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان خلال فترة (1996-2019).



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الجدول 02.

3. 2. الوزن النسبي لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة للفترة (1996-2019):

إن تطور الأهمية النسبية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2019)، نجدها في تذبذب بين ارتفاع وانخفاض، كما يوضح ذلك الجدول أدناه:

الجدول رقم 03: مساهمة الأردنيين والأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة للفترة (1996-2019)

السنوات	مساهمة الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة	مساهمة الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة (%)	مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة	مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة (%)
1996	2.326.070.386	67,205	1.135.086.353	32,795

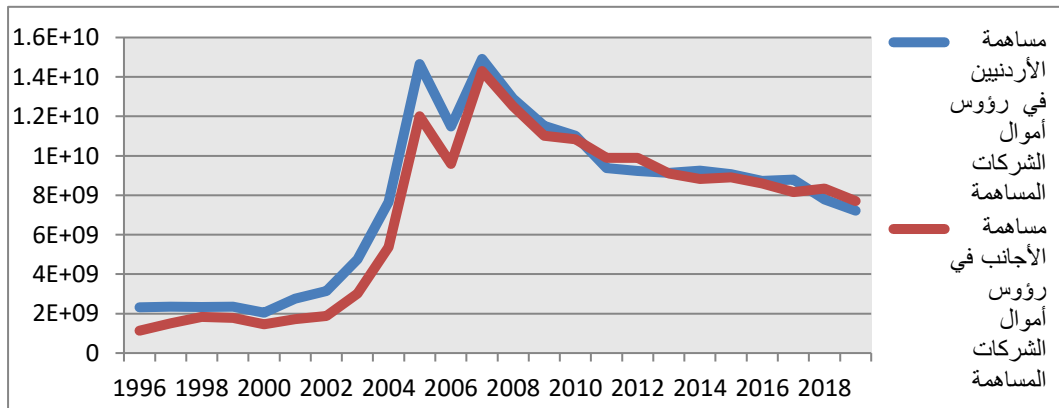
39,059	1.508.439.594	60,941	2.353.511.797	1997
43,931	1.826.017.549	56,069	2.330.540.573	1998
43,099	1.783.312.361	56,901	2.354.399.329	1999
41,672	1.462.537.476	58,328	2.047.103.233	2000
38,507	1.723.713.800	61,493	2.752.651.017	2001
37,43	1.882.337.478	62,57	3.146.616.512	2002
38,844	3.019.247.346	61,156	4.753.503.520	2003
41,264	5.378.281.062	58,736	7.655.552.453	2004
45,043	1,2012E+10	54,957	1,4655E+10	2005
45,531	9.597.132.190	54,469	1,1481E+10	2006
48,947	1,4299E+10	51,053	1,4915E+10	2007
49,247	1,2512E+10	50,753	1,2894E+10	2008
48,883	1,1012E+10	51,117	1,1515E+10	2009
49,562	1,0833E+10	50,438	1,1025E+10	2010
51,326	9.891.935.426	48,674	9.380.821.901	2011
51,743	9.904.397.320	48,257	9.237.123.890	2012
49,89	9.096.688.868	50,11	9.136.802.549	2013
48,843	8.832.092.833	51,157	9.250.524.600	2014
49,538	8.909.247.791	50,462	9.075.426.179	2015
49,612	8.602.415.612	50,388	8.736.969.239	2016
48,132	8.164.414.952	51,868	8.798.135.850	2017
51,717	8.338.173.752	48,283	7.784.520.434	2018
51,632	7.700.807.024	48,368	7.213.988.111	2019

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة عمان متاحة على الموقع الإلكتروني: www.ase.com.jo

من خلال الجدول أعلاه فإن الأهمية النسبية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة في بورصة عمان سنوياً خلال الفترة من (1996-2019) نجدها في تذبذب بين ارتفاع وانخفاض، بسبب انعكاس الآثار السياسية والاقتصادية والمالية، فقد ارتفعت من 1 مليار و135 مليون دينار أردني عام 1996 إلى 1 مليار و783 مليون دينار أردني، أي من نسبة 32% إلى 43% في عام 1999، لتشهد بعدها انخفاضاً خلال الفترة (2000-2002) إلى نسبة 37%، لترتفع فيما بعد من 3 مليار و19 مليون دينار أردني إلى أكثر من 12 مليار دينار أردني في عام 2005، أي من نسبة 38% في عام 2003 إلى نسبة 45% في عام 2005، وقد بلغت مساهمة الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة في نهاية 2008 ما نسبته 51.1% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، في حين بلغت مساهمة الأجانب ما نسبته 48.9% موزعة بين العرب بنسبة 35.7% والأجانب غير العرب بنسبة 13.2%، وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية إلى أن الاستثمارات السعودية تحتل المرتبة الأولى حيث بلغت قيمتها بنهاية 2008 ما نسبته 7.8% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6.8% ثم اللبنانية بنسبة 5.8% ثم القطرية بنسبة 4.1% ثم الأمريكية بنسبة 3.7%. (التقرير

السنوي لبورصة عمان، 2008)، كما بلغت نسبة مساهمة الأجانب في الشركات المدرجة في البورصة في عام 2010 ما نسبته 49.6% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، شكلت مساهمة المستثمرين الأجانب العرب ما نسبته 32.6% في حين شكلت مساهمة الأجانب غير العرب ما نسبته 17%، في حين بلغت نسبة مساهمة الأردنيين في الشركات المدرجة 50.4%، وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية إلى أن الاستثمارات السعودية تحتل المرتبة الأولى بنسبة 7.8% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6.8% ثم اللبنانية بنسبة 5.8% ثم القطرية بنسبة 4.1% ثم الأمريكية بنسبة 3.7%، وقد واصلت الارتفاع فيما بعد حيث سجلت نسبة تفوق النصف عند 51% في عامي 2011 و2012، لتعاود الانخفاض فيما بعد في عام 2013 عند نسبة 49% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، شكلت مساهمة الأجانب العرب 35.5% أما الأجانب غير العرب فقد شكلت نسبة 14.4%، في حين بلغت مساهمة الأردنيين نسبة 50.1% (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2013)، وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية إلى أنه في عام 2013 احتلت الاستثمارات اللبنانية في بورصة عمان المرتبة الأولى من حيث الاستثمارات الأجنبية، حيث بلغت نسبتها 6.5% من القيمة السوقية للبورصة، تلتها الكويتية بنسبة 6% ثم القطرية بنسبة 5.1% ثم السعودية بنسبة 4.9% ثم الأمريكية بنسبة 4.5% (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2013)، وبقيت فيما بعد في تذبذب بين ارتفاع وانخفاض مسجلة نسبة تفوق النصف أيضا عند نسبة 51% في عامي 2018 و2019، حيث بلغت مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة 8 مليار و338 مليون دينار أردني في عام 2018 و7 مليار و700 مليون دينار أردني في عام 2019، وقد مثل المتعاملين الأجانب العرب نسبة 35.8% من تعاملات الأجانب في عام 2019، فيما مثل المتعاملين الأجانب غير العرب ما نسبته 15.8%. (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019)، ويمكن تفسير النمو الكبير في تدفقات الاستثمارات الأجنبية وتزايد النصيب النسبي للمتعاملين الأجانب من إجمالي قيمة التداول في بورصة عمان، بالتوسع في عمليات الخصخصة وارتفاع معدلات العائد المحقق للمستثمرين الأجانب، والشكل الموالي يبين مساهمة الأردنيين والأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة للفترة (1996-2019).

الشكل رقم 03: مساهمة الأردنيين والأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة للفترة (1996-2019)

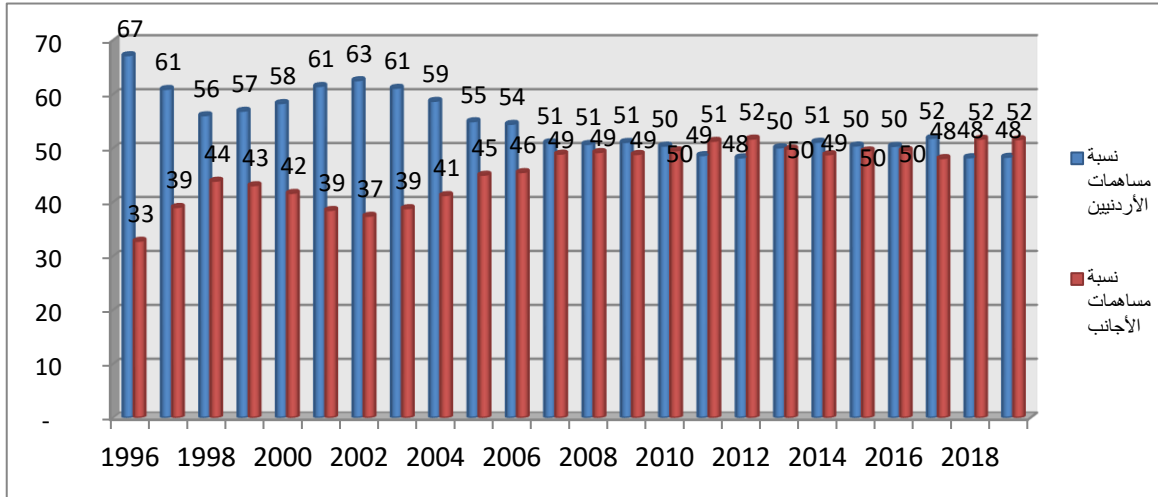


المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الجدول (3).

وفيما يخص الوزن النسبي لمساهمة الأردنيين والأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة فيمكن تمثيلها بالشكل

التالي:

الشكل رقم 04: نسبة مساهمة الأردنيين والأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة للفترة (1996-2019)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الجدول (3).

4. النمذجة القياسية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان للفترة (1996-2019).

4.1 تحديد المتغيرات: يتم تعيين النموذج من خلال تحديد الهيكل الذي تقوم عليه الدراسة، ابتداءً من المتغير التابع المعبر عن الظاهرة محل الدراسة والمتغيرات المفسرة التي تفسره، وطبيعة العلاقة التي تربطهم بصيغة رياضية مناسبة، وتم تحديد متغيرات النموذج كما يلي:

● المتغير التابع: مؤشر أداء بورصة عمان؛

● المتغيرات المفسرة: متغيرات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ممثلة في صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب)، ومساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة.

4.2 مصادر البيانات: تم استخدام بيانات سنوية تغطي الفترة (1996-2019)، وبالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان، متاحة على الموقع الرسمي لبورصة عمان، وبالتطبيق على برنامج Eviews10 في معالجة المعطيات.

4.3 صياغة النموذج: لقد تم استخدام الاقتصاد القياسي لتقدير العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، كما تم الاستعانة بمجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية والقياسية وذلك لبناء نموذج ARDL.

وقد اعتمدنا الصيغة النهائية للنموذج المراد تقديره وفق المعادلة التالية:

$$LOG(INDEX)_t = \beta_0 + \beta_1 LOG(FCCC_t) + \beta_2 (FIT_t) + \varepsilon_t$$

حيث:

β_1, β_2 : معاملات المتغيرات المفسرة.

$(INDEX_t)$: متغيراً تابعاً يمثل مؤشر أداء بورصة عمان؛

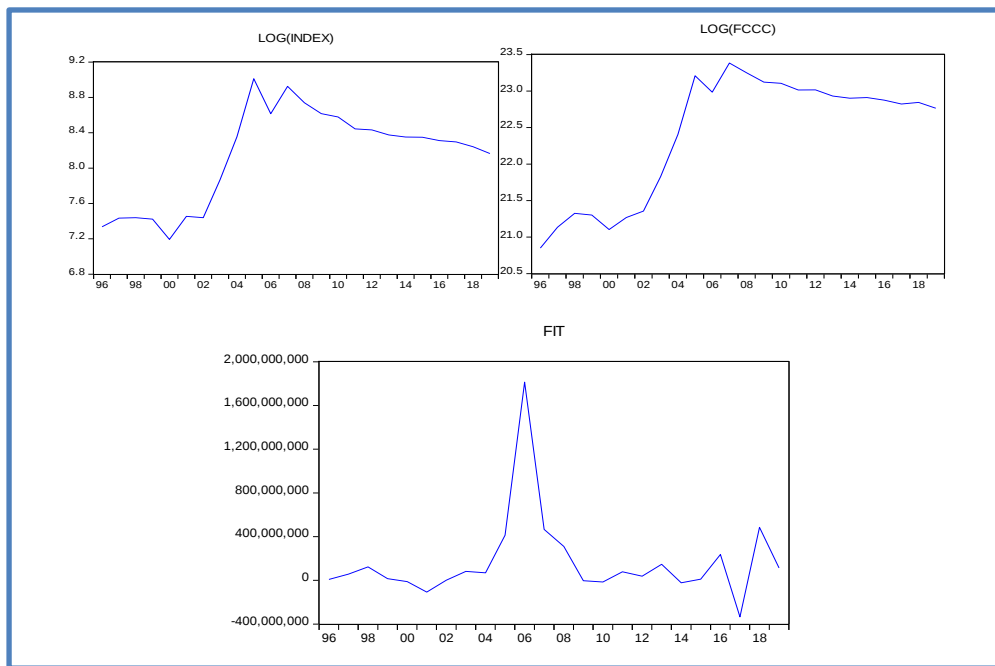
Foreigner's Contribution to Corporate Capital: (FCCC_t)، متغيراً مفسراً يمثل مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة؛

Foreign Investor Trading: (FIT_t)، متغيراً مفسراً يمثل صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات المستثمرين الأجانب)، وهو يمثل مشتريات الأجانب - مبيعاتهم.

الصيغة اللوغاريتمية (LOG): وهذا من أجل جعل المتغيرات متجانسة والتعبير عن معلمتها كمرونة، كما تقلل الصيغة من تشتت البيانات.

4. تمثيل متغيرات الدراسة: تم تمثيل متغيرات الدراسة ببيانيا وكانت كما يلي:

الشكل رقم 05: تمثيل متغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

يتضح من منحنيات السلاسل الزمنية أنها غير مستقرة، لذا فإن الأمر يتطلب استخدام اختبارات جذر الوحدة Unit

.Root tests

4. 5 نتائج الدراسة القياسية:

4. 5. 1 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: قبل البدء في بناء النموذج لابد أولاً من دراسة استقرارية السلاسل الزمنية، من خلال استخدام اختبارات جذر الوحدة Unit Root tests، التي تهدف إلى فحص خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير لوحده، وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، ومن أجل تحقيق ذلك نستخدم اختبار Augmented Dickey-Fuller لاختبار فرضية احتواء المتغيرات على جذر الوحدة Unit Root في المستوى (level) والفرق الأول (First Difference)، باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Intercept & Trend) وبدونهما (None)، وبتطبيق الاختبار على السلاسل الزمنية تحصلنا على النتائج الملخصة بالجدول رقم (4) التالي:

الجدول رقم 04: اختبار Augmente Dickey-Fuller لاستقرارية السلاسل الزمنية استخدام النماذج الثلاثة

المتغيرات	النماذج	في المستوى I(0)			عند الفرق الأول I(1)		
		ADF الإحصائية للحذر الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية t	Prob	ADF الإحصائية للحذر الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية t	Prob
LOG(INDEX)	A	-1.599	-2.998	0.4666	-4.341	-3.004	0.0028
	B	-1.000	-3.622	0.9243	-4.533	-3.632	0.0083
	C	0.606	-1.956	0.8401	-4.373	-1.957	0.0001
LOG(FCCC _t)	A	-1.632	-2.998	0.4492	-3.493	-3.004	0.0182
	B	-0.778	-3.622	0.9532	-3.748	-3.632	0.040
	C	1.448	-1.956	0.9588	-1.964	-1.957	0.049
(FIT _t)	A	-3.522	-2.998	0.016	-6.739	-3.004	0.000
	B	-3.434	-3.622	0.0712	-6.565	-3.632	0.000
	C	-3.147	-1.956	0.0031	-6.905	-1.957	0.000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews 10.

A: باستخدام الحد الثابت.

B: باستخدام القاطع والاتجاه العام.

C: بدونهما.

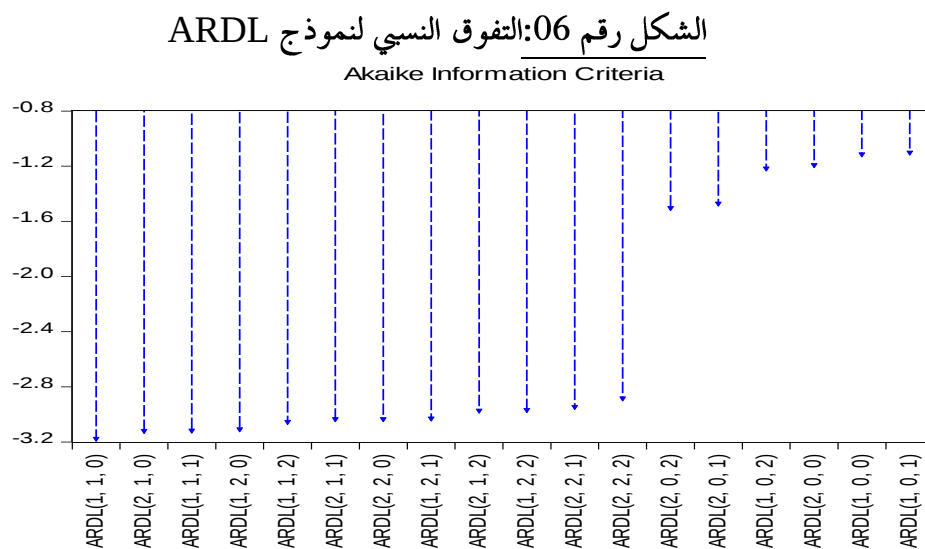
من خلال النماذج الثلاثة نلاحظ استقرار السلسلة الزمنية لـ (FIT) في المستوى، حيث أن قيمة (t) المحسوبة أكبر من مثيلتها الجدولية عند مستوى معنوية (5%)، في حين أن السلسلتين الزميتين لكل من LOG(FCCC) و LOG(index) غير مستقرة عند المستوى، إذ أن القيمة المطلقة (t) المحسوبة أصغر من القيمة المطلقة (t) الجدولية، وهي غير معنوية عند مستوى معنوية 5%، كما أن الاحتمال (Prob) أكبر من 5%، إلا أنها حققت استقراراً عند مستوى معنوية 5% في الفرق الأول، وبالتالي فإنه بإمكاننا استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL، وذلك لدراسة الظاهرة وعلاقة المتغيرات المفسرة بالمتغير التابع في الأجلين القصير والطويل.

4.5. اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام منهج الحدود (ARDL BOUNDS TEST)

لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهج الحدود المتكامل المشترك المستندة على نموذج الانحدار الذاتي للمتباطئات الزمنية الموزعة ARDL، الذي وضعه وطوره كل من Pesaran & Shin (1995) ثم Pesaran (1997)، بهدف

تحديد اتجاهات العلاقات السببية بين المتغيرات قيد الدراسة، حيث أن هذا النموذج لا يشترط درجة تكامل نفسها للمتغيرات، أي أنه يمكن إجراء الاختبارات بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$ أو مزيج من الاثنين معا. (محمد، صفحة 125)

قبل تقدير النموذج ينبغي تحيد فترات الإبطاء المثلى لمتغيرات الفرق الأول لكل متغير من متغيرات النموذج وفقا لمؤشر Akaike، حيث أن نموذج ARDL شديد الحساسية بالنسبة لفترات الإبطاء، في هذه الحالة نستعين ببرنامج Eviews10 الذي يقوم تلقائيا بتحديد فترات الإبطاء الزمني على فترة زمنية واحدة لكل من متغير مؤشر أداء بورصة عمان ومتغير مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ولا يوجد فترة إبطاء لمتغير صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وبالتالي يصبح النموذج من الشكل $ARDL(1, 1, 0)$ وهو ما يوضحه الشكل رقم 06 الموالي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

بعد تقدير نموذج UECM وفقا لأسلوب ARDL نحصل على النتائج الموضحة في الجدول رقم 05 الموالي:

الجدول رقم 05: نتائج تقدير نموذج ARDL

Selected Model: $ARDL(1, 1, 0)$

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية t	الاحتمال
$LOG(INDEX_{(-1)})$	0.669524	0.107625	6.220883	0.0000
$LOG(FCCC)$	0.951515	0.043081	22.08681	0.0000
$LOG(FCCC_{(-1)})$	-0.725169	0.063436	-11.43155	0.0000
FIT	-3.77E-11	3.59E-11	-1.052679	0.3064
C	-2.414125	0.663682	-3.637474	0.0019
R-squared	0.993928	Meandependent var	8.176428	
Adjusted R-squared	0.992578	S.D. dependent var	0.531648	
S.E. of regression	0.045802	Akaike info criterion	-3.139330	
Sumsquaredresid	0.037760	Schwarz criterion	-2.892483	
Log likelihood	41.10230	Hannan-Quinn criter.	-3.077249	

F-statistic	736.5508	Durbin-Watson stat	1.926795
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

تشير نتائج الاختبارات الإحصائية لمعادلة الانحدار الموضحة في الجدول (5)، إلى جودة النموذج المقدر من خلال قيمة معامل التحديد ($R^2=0.99$) المرتفعة، وتوضح أن النموذج يفسر 99% من التغيرات الحاصلة في مؤشر أداء بورصة عمان، كما أن قيمة F-statistic لمعنوية معامل التحديد تساوي 736.55 وهي معنوية عند مستوى دلالة أقل من 1%.

للتحقق من وجود تكامل مشترك أو علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، نلجأ إلى استخدام منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك، حيث نلجأ للحصول على قيمة إحصائية (F) ونقارنها مع قيم الحدود العليا والدنيا Pesaran، فإذا كانت إحصائية (F) أكبر من الحدود العليا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل، الذي ينص على وجود علاقة طويلة الأجل أو تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، أما إذا كانت إحصائية (F) أقل من الحدود الدنيا نقبل الفرض البديل الذي ينص على عدم وجود تكامل مشترك أو علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وإذا كانت إحصائية (F) تقع بين الحدود العليا والدنيا Pesaran فالنتائج تكون غير محسومة.

ويوضح الجدول (6) نتائج اختبار الحدود ويتبين أن قيمة (F) أكبر من الحدود العليا Pesaran عند مستوى معنوية (1%)، مما يؤكد التكامل المشترك أو العلاقة طويلة الأجل بين مؤشر أداء البورصة من جهة وكل من حركة صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومساهمات الأجانب في رؤوس أموال شركات المساهمة من جهة أخرى.

الجدول رقم 06: نتائج اختبار الحدود BOUND STEST

F-Bounds Test					
المتغير التابع	قيمة F المحسوبة	الحد الأدنى I(0)	الحد الأعلى I(1)	النتيجة	
LOG(index)	11.24674	2.63	3.35	%10	وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات
		3.1	3.87	%5	
		4.13	5	%1	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

4.5. تقدير علاقة المدى الطويل (نموذج انحدار التكامل):

مادام هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج سوف نقوم بتقدير العلاقة في المدى الطويل، حيث أن معاملات المدى الطويل تمثل المرونات، وفي هذا الإطار فإن النموذج الأمثل يعطي أدنى قيمة لمعيار (AIC) هو النموذج $ARDL(1, 1, 0)$ ، وبالتالي تم اختيار هذا النموذج لتقدير علاقة التوازن في الأجل الطويل كما يوضح الجدول (7) الموالي:

الجدول رقم 07: نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل باستعمال نموذج الـ ARDL

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية t	الاحتمال
C	-2.414125	0.663682	-3.637474	0.0019
LOG(INDEX ₍₋₁₎)	-0.330476	0.107625	-3.070613	0.0066
LOG(FCCC ₍₋₁₎)	0.226346	0.066871	3.384816	0.0033
FIT	-3.77E-11	3.59E-11	-1.052679	0.3064
DLOG(FCCC)	0.951515	0.043081	22.08681	0.0000

Levels Equation

Case 2: Restricted Constant and No Trend

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية t	الاحتمال
LOG(FCCC)	0.684911	0.045590	15.02330	0.0000
FIT	-1.14E-10	1.37E-10	-0.831446	0.4166
C	-7.305000	1.031840	-7.079586	0.0000

EC = LOG(INDEX) - (0.6849*LOG(FCCC) - 0.0000*FIT - 7.3050)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

يلاحظ من الجدول (7) أن هناك علاقة طويلة الأجل طردية بين مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ومؤشر أداء بورصة عمان، حيث وجدنا أن مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة يؤثر إيجاباً على مؤشر أداء بورصة عمان، حيث أن المعامل يساوي 0.684911 أي أن زيادة مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع مؤشر أداء البورصة بمقدار 0.684911%، في حين أن العلاقة الإحصائية بين صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) ومؤشر أداء بورصة عمان فلم تكن معنوية.

4.5.4 الاختبارات التشخيصية: للتأكد من جودة النموذج المدروس سنلجأ إلى بعض الاختبارات التشخيصية للتأكد من خلوه من المشاكل القياسية المعروفة (عدم ثبات تباين الأخطاء: Heteroskedasticity، الارتباط المتسلسل للأخطاء Serial correlation والتوزيع الطبيعي للأخطاء Normal distribution).

4.5.4.1 اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء: إن التباين المختلف هو نمط ممنهج (Systematic pattern) للأخطاء حيث يكون التباين في الأخطاء غير ثابت، حيث توضح نتائج اختبار ARCH إلى ثبات تباين حد الخطأ من خلال القيمة الاحتمالية لـ chi-square التي بلغت 0.9392 وهي أكبر من 0.05، مما يجعلنا نقبل فرضية عدم القائلة بتجانس البواقي وعدم احتوائها على مشكلة عدم تجانس التباين، كما هو موضح في الجدول (8) الموالي:

الجدول رقم 08: نتائج اختبار ARCH لعدم ثبات التباين

الاختبار	المؤشر الإحصائي	القيمة	الاحتمال
HeteroskedasticityTest: ARCH	F-statistic	0.005283	0.9428
	Obs*R-squared	0.005810	0.9392

المصدر: من

إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10
4. 5. 4. 2 اختبار الارتباط المتسلسل للأخطاء: من الجدول (9) تظهر نتائج اختبار Lagrange Multiplier أن القيمة الاحتمالية χ^2 -square التي بلغت 0.9566 وهي أكبر من 0.05، مما يجعلنا نقبل فرضية العدم التي تص على أن البواقي ليست مرتبطة ارتباطاً ذاتياً.

الجدول رقم 09: نتائج اختبار للارتباط الذاتي

الاختبار	المؤشر الإحصائي	القيمة	الاحتمال
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:	F-statistic	0.002194	0.9632
	Obs*R-squared	0.002968	0.9566

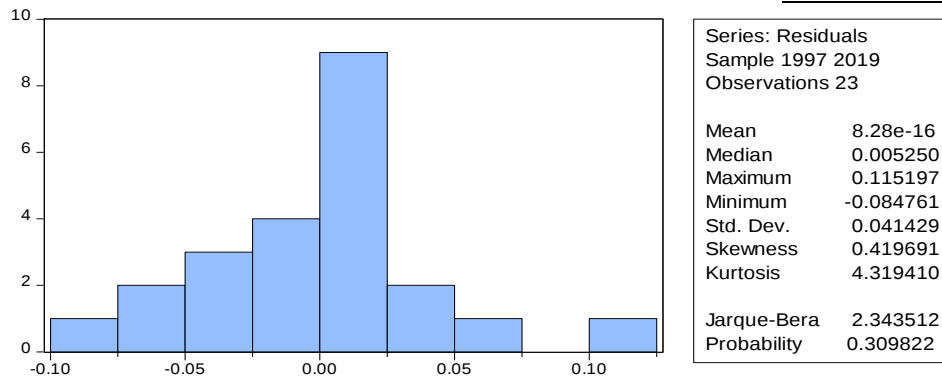
المصدر: من

إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

4. 5. 4. 3 التوزيع الطبيعي للأخطاء Normal Distribution

من الشكل رقم 07 الموالي يظهر جلياً أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار (Jarque-Bera) قد بلغت (309822.0) وهي أكبر من (0.05)، وعليه لا يمكننا رفض فرضية العدم التي تؤكد عدم احتواء البواقي على مشكلة التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم 07: التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج Histogram-Normality Test



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

4.5. تقدير علاقات نموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير: تتمثل المرحلة الأخيرة في تحليل ARDL في تقدير نموذج تصحيح الخطأ الذي يمثل العلاقة بين مؤشر أداء البورصة من جهة، وصافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومساهمات الأجانب من جهة أخرى في الأجل القصير K باستخدام نموذج $ARDL(1,1,0)$ وقد كانت النتائج كما بينها الجدول (10) الموالي:

الجدول رقم 10: نتائج تقدير علاقات نموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير

ECM Regression				
المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية t	الاحتمال
DLOG(FCCC)	0.951515	0.036048	26.39593	0.0000
CointEq(-1)*	-0.330476	0.045617	-7.244640	0.0000
R-squared	0.970703	Meandependent var	0.036019	
Adjusted R-squared	0.969308	S.D. dependent var	0.242046	
S.E. of regression	0.042404	Akaike info criterion	-3.400200	
Sumsquaredresid	0.037760	Schwarz criterion	-3.301461	
Log likelihood	41.10230	Hannan-Quinn	-3.375367	
Durbin-Watson stat	1.926795			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

يظهر من الجدول (10) أعلاه أن سرعة تعديل النموذج نحو التوازن أو حد تصحيح الخطأ معنوي، ويأخذ الإشارة السالبة كما هو متوقع، فضلاً عن ارتفاع قيمته إذ بلغت -0.330476، وهذا يعني أن مؤشر أداء بورصة عمان تعدل قيمته نحو القيم التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة 33.04%، بمعنى أنه عندما ينحرف مؤشر أداء بورصة عمان في المدى القريب في الفترة $T-1$ عن قيمته التوازنية فإنه يتصحح بنسبة 33.04% من هذا الانحراف في الفترة T، مما يدل على أن مؤشر أداء بورصة عمان يستغرق وقتاً ليصل إلى قيمته التوازنية يقدر ب $1/0.330476$ أي خلال 3 سنوات، وهذا يزيد من دقة وصحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، كما تشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، حيث يتبين لنا أن التغير في مساهمات الأجانب في رؤوس أموال شركات المساهمة ذو تأثير معنوي على مؤشر أداء البورصة خلال فترة الدراسة.

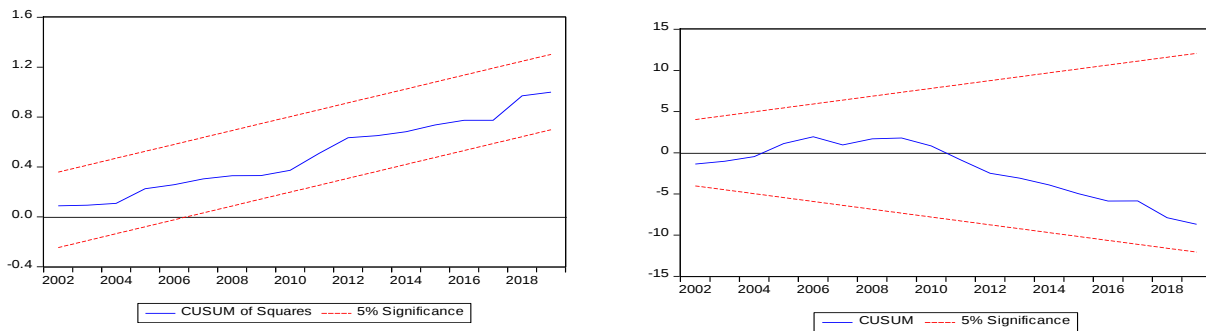
أما بالنسبة لمروونات الأجل القصير فهي تُشير إلى أن مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة LOG(FCCC) يؤثر تأثير إيجابياً معنوياً على مؤشر أداء بورصة عمان، حيث كان المعامل يساوي (0.951515)، أي أن زيادة مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع مؤشر أداء البورصة بمقدار 0.951515%، حيث أنه ونتيجة لبرامج الخصخصة والتوسع في مجال الاستثمار والاستخدام الواسع لأنظمة التداول الإلكتروني ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة، كما أنه وفي ضوء التغيرات التي شهدتها أعداد الأسهم المكتتب بها وزيادة عدد الشركات المدرجة، التي كانت 150 شركة في عام 1998 لتزداد إلى 201 و 227 و 245 شركة في الأعوام

2005 و 2006 و 2007 على الترتيب ، إلى أن بلغت ذروتها 277 شركة في عام 2010 ، إلا أنه ومنذ ذلك الحين وابتداء من عام 2011 انخفض عدد الشركات المدرجة بشكل مستمر ليصل إلى 191 شركة في نهاية عام 2019 (حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 60 شركة وفي السوق الثاني 131 شركة) ، كما ارتفع صافي رؤوس أموال الشركات المدرجة في البورصة إلى نحو 6.85 مليار دينار / سهم في نهاية عام 2019 مقارنة مع نحو 6.81 مليار دينار / سهم في نهاية العام 2018 (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019) ، فضلا عن ذلك قامت عدة شركات بزيادة رؤوس أموالها ، كما أن ارتفاع أسعار الأسهم الناتج عن الانخفاض في أسعار الفائدة سيؤدي إلى زيادة مستوى الاستثمار، وبالتالي فإن العلاقة الطردية بين مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المساهمة ومؤشر أداء بورصة عمان في الأجل القصير ، ترجع إلى أن زيادة مستوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر، بمعنى زيادة الطلب على الاستثمار بالأسهم نظرا لارتفاع عوائدها، يؤثر على مستوى أرباح الشركات المدرجة، مما يرفع من أسعار أسهمها وبالتالي مؤشر أداء البورصة.

4. 5. 6 اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات النموذج: يتمثل الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجلين القصير والطويل في خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن، ولتحقيق ذلك سيتم استخدام اختبارين هما: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ).

ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة بصيغة CUSUM و CUSUMSQ لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وتكون المعاملات غير مستقرة إذا كان الشكل البياني خارج الحدود. والشكل (8) الموالي يوضح نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM ونتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة CUSUMSQ.

الشكل رقم 08: نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

يتضح من خلال الشكل أن المعاملات المقدرة للنموذج المستخدم مستقرة هيكليا خلال فترة الدراسة، مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة، وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل.

4. 5. 7 اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث الشكل الدالي (Ramsey RESET Test): يساعد هذا الاختبار في التعرف على مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج القياسي من حيث نوع الشكل الدالي، من خلال رفض

أو قبول فرضية العدم القائلة بأن النموذج لا يعاني مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي وعدم التحديد، وبالتطبيق على البرنامج كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم 11: Ramsey RESET Test

المؤشر الإحصائي	القيمة	الاحتمال
T-statistic	1.610833	0.1256
F-statistic	2.594784	0.1256

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews10

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية (F) غير معنوية عند 5% وتبلغ 2.594784 باحتمال 0.1256، وهذا ما يعني أن النموذج لا يعاني من عدم التحديد ويؤكد صحة الشكل الدالي للنموذج.

5. الخاتمة:

1.5 اختبار الفرضيات :

- أظهرت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيّد (ECM) أن قيمة معلمة تصحيح الخطأ $cointEq(-1)$ سالبة ومعنوية مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وبالتالي تم إثبات الفرضية الأولى؛
- أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة معنوية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على مؤشر أداء بورصة عمان في الأجل الطويل، كما بينت نتائج الاختبارات وجود أثر إيجابي في الأجل القصير كذلك، وبالتالي تم إثبات الفرضية الثانية.

2.5 نتائج الدراسة: أبانت الدراسة عن النتائج التالية:

- يتمتع الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالعديد من المزايا والمحاسن، ومنها مساهمته في تطوير وتنشيط الأسواق المالية وتحسين فرص حصول الشركات على التمويل الضروري لممارسة نشاطها، غير أنه قد يتسبب في بعض الاختلالات والهزات التي ينجم عنها حالة عدم الاستقرار الاقتصادي، وذلك لاحتمال أن يتخذ المستثمر الأجنبي قراراً مفاجئاً بمغادرة الدولة المضيفة له.
- أظهرت نتائج الدراسة الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، سواء كان في شكل مساهمات الأجانب في رؤوس أموال شركات المساهمة أو في شكل صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر خلال فترة الدراسة (1996-2019).
- أظهرت النتائج أن سرعة تعديل النموذج حول التوازن معتبرة جداً، حيث يتم خلال ثلاثة (3) سنوات تعديل الاختلال الحادث في المدى القصير، ويستم العود إلى وضع التوازن من جديد.

3.5 التوصيات: على ضوء النتائج المستخلصة، توصي الدراسة بما يأتي:

- على إدارة بورصة عمان العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، لما لها من دور فعال في تشييط أداء البورصة، وهذا من خلال تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، وتحديث نظام الإفصاح الإلكتروني بما يتماشى مع ما هو معمول به في البوصات العالمية.

- تحفيز الأجانب للمشاركة في رؤوس أموال الشركات المدرجة في البورصة، وهذا من خلال منح الحوافز والمزايا التفضيلية لهم، لما له من أثر إيجابي على مؤشرات الأداء بشكل عام ويساعد على بناء سوق أوراق مالية قوي وذو كفاءة.
- العمل على تقليل مخاطر الدخول والخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية، لما له من أثر بالغ على مؤشر أداء البورصة خصوصا واقتصاد الدولة عموما.
- الاهتمام بنوعية الاستثمار المحفطي من خلال استهداف المستثمرين العرب وتفضيلهم على غيرهم من المستثمرين الأجانب.
- القيام ببرامج توعوية وترويجية تساهم في تسويق البيئة الاستثمارية الجاذبة في بورصة عمان، تستهدف المستثمرين الأجانب والشركات الاستثمارية في الخارج.

6. قائمة المراجع:

1.6 المراجع باللغة العربية:

- حسن كريم حمزة. (2011). العولة المالية والنمو الاقتصادي. عمان الاردن: ط1 دار صفاء للنشر.
- حسين عصام. (2008). أسواق الأوراق المالية (البورصة). عمان الأردن: ط 1، دار أسامة للنشر.
- زراقة محمد. أثر تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية، حالة الجزائر (1990-2014). تلمسان الجزائر: مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، دامة أبو بكر بقائد.
- طلال عبد الكريم القرعان. (2020). العوامل المؤثرة على الاستثمار الاجنبي غير المباشر في بورصة عمان الفترة (2008-2018). عمان الأردن: المجلة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية.
- علي فلاق، محمد باصور. (2015). الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 3.
- محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العبد. (2002). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. القاهرة، مصر: الدار الجامعية للنشر.
- يونس مفيد ذنون. (2007). العوامل المؤثرة في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية. جامعة الموصل العراق: مجلة تنمية الرافدين، مجلد 30، العدد 92.
- محمد مطر، تميم فايز. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان، الاردن: دار وائل للنشر.

2.6 المراجع باللغة الأجنبية:

- C. Yartey. (2006). *The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa The Case of Ghana*. IMF Working Paper.
- Daniels. John, D. R. (2001). *International Business Environments and Operations*. Australia: 9th Edition, Prentice Hall.
- Evans, K. (2013). *Foreign Portfolio and Direct Investment Complementarily Differences and Integration, International Economist, Office of International Investment*,. US.Department of the Treasury.
- Hemeci, P. C. (2002). *Gestion Financiere de l'entreprise*. Paris France: Edition Dunaud 2eme édition.
- Blake(1990). *Financial Market Analysis*. Company,Europe. Mc Graw-Hill. Book

3.6 مواقع الانترنت:

- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2005). www.ase.com.jo.
- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2008). www.ase.com.jo.
- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2011). www.ase.com.jo.
- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2013). www.ase.com.jo.
- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2018). www.ase.com.jo.
- التقرير السنوي لبورصة عمان. (2019). www.ase.com.jo.