

أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان

The impact of foreign portfolio investment on the trading volume in the Amman stock exchange

خلود كمال¹ ، سماح طلحي²

¹ جامعة أم البواقي، مخبر INIF، (الجزائر)، khouloud.kamel@univ-oeb.dz

² جامعة أم البواقي، مخبر COFIFAS، (الجزائر)، samah.talhi55@hotmail.fr

تاريخ الاستلام: 2021/09/07 تاريخ قبول النشر: 2021/11/27 تاريخ النشر: 2021/12/31

الملخص:

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان خلال (1996-2020)، وقد تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). أشارت النتائج الى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين، بالإضافة الى وجود أثر موجب ومعنوي في الأجلين القصير والطويل لصافي الاستثمار الأجنبي على حجم التداول. الكلمات مفتاحية: الاستثمار الأجنبي المحفظي، حجم التداول، نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة، بورصة عمان. تصنيف JEL: F32, G15.

Abstract:

The aim of this study is to measure the impact of foreign portfolio investment on the trading volume in the Amman stock exchange during the period (1996-2020), using the auto-regressive distributed lag models (ARDL).

The results indicated that there is a long-term equilibrium relationship between the two variables, It also indicated that the net foreign investment has a positive and significant impact in the short and long run on the volume of trading.

Keywords: foreign portfolio investment, trading volume, ARDL model, Amman stock exchange.

Jel Classification Codes: F32, G15.

* المؤلف المرسل: خلود كمال

1. مقدمة:

يحظى الاستثمار الأجنبي المحفظي بأهمية كبرى في الدول النامية، وذلك نظرا للدور الذي يلعبه في تطوير الأسواق المالية، وتحقيق التنمية الاقتصادية، كما يشكل هذا النوع من الاستثمار مصدرا مهما للتمويل الدولي ليس في الدول المتقدمة فحسب بل في الدول النامية أيضا، وتنامى هذا الدور بعد انتشار إقامة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، وذلك في محاولة منها لتعبئة الادخار المحلي وجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي إلى أسواقها المالية، ما أدى الى زيادة واحتدام المنافسة الدولية لاستقطاب أكبر حجم من الاستثمارات الأجنبية.

تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ومنها بورصة عمان من وجود انخفاض في السيولة وحجم التداول للأوراق المالية فيها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، ما أثر سلبا على جاذبيتها لعمليات الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة، وفي محاولة منها لتنشيط سوقها المالي وزيادة حجم التداول فيه، قامت بإقرار عدة تشريعات تهدف الى تحسين البيئة المنظمة لعمل سوقها المالي، وإعطاء حرية حركة دخول وخروج رؤوس الأموال دون قيود، الأمر الذي ساعد على استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب للاستثمار داخل البلد، جالبا في ذلك السيولة التي تعمل على تحريك الاقتصاد المحلي وزيادة نموه، ومن خلال ما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان

خلال الفترة (1996-2020)؟

تستند هذه الدراسة على الفرضيتين الأساسيتين التاليتين:

✓ هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المحفظي وحجم التداول في بورصة عمان.

✓ توجد علاقة طردية ومعنوية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي وحجم التداول.

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الاستثمار الأجنبي المحفظي والذي يمثل أحد أشكال التدفقات المالية الدولية، كما تمكنت بفضلها العديد من الدول من تحقيق معدلات نمو مرتفعة، بالإضافة إلى أنه من أهم العوامل التي ساهمت في تطوير وتنشيط الأسواق المالية وجعلها أكثر اندماجا مع الأسواق المالية المتقدمة، وبورصة عمان كغيرها من البورصات ساهمت في جذب الاستثمار الأجنبي من خلال إزالة المعوقات ومنح الامتيازات

مما جعل هذا الأخير يؤثر عليها ويساهم في تنشيطها وذلك من خلال ارتباطه بمختلف مؤشرات أدائها، وفي هذه الدراسة تم التركيز على مؤشر حجم التداول والذي يعد مؤشرا جيدا على مستوى نشاط السوق المالية ودرجة سيولتها، وقياس مدى تأثيره بنشاط الاستثمار الأجنبي.

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في اختبار أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان، وكذا معرفة العلاقة الموجودة بين هذين المتغيرين، بالإضافة الى رصد وتحليل التطورات الحاصلة في كل من صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول خلال الفترة (1996-2020).

للإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيقا لهدفها، تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي، من خلال تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي وكذا حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)، علاوة على أساليب القياس الاقتصادي، من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، بالاعتماد على بيانات سنوية للفترة (1996-2020)، وتم الحصول عليها من الموقع الرسمي لبورصة عمان.

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة محاور، تناول المحور الأول المفاهيم الأساسية حول الاستثمار الأجنبي المحفظي، والمحور الثاني خصص لدراسة وتحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي وكذا حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)، في حين خصص المحور الثالث للقيام بالدراسة التطبيقية والتي تتمحور حول قياس أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020).

2. مفاهيم أساسية حول الاستثمار الأجنبي المحفظي:

إن موضوع الاستثمار الأجنبي المحفظي من الموضوعات التي نالت اهتماما واسعا من قبل الباحثين، كونه يمثل إحدى الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم إلى جانب الاستثمار الأجنبي المباشر، ويدعى هذا النوع أيضا بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، ومن خلال هذا المحور سنتطرق إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المحفظي.

1.2 مفهوم وخصائص الاستثمار الأجنبي المحفظي:

الاستثمار الأجنبي المحفظي أو الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو شراء الأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من قبل مستثمرين من بلد آخر، وتشمل استثمارات الحافطة الأجنبية الأسهم، السندات، صناديق الاستثمار المشتركة، صناديق المؤشرات المتداولة، شهادات الإيداع الأمريكية، شهادات الإيداع الدولية (Maverick, 2020).
الاستثمار الأجنبي المحفظي هو تملك الأصول المالية أو الأوراق المالية للشركات من قبل مستثمرين أجنب في بلد آخر غير بلدهم الأصلي. (Akinmulegun , 2018, p. 299)

تعرف الأونكتاد (UNCTAD) الاستثمار الأجنبي المحفظي بأنه تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة المستثمر فيها، ومن دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في إدارة المشروع، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية الحصول على الأرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار وكذلك تقليل المخاطرة من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية، وعادة ما تقوم الأسواق المالية بالوساطة في عمليات ذلك الاستثمار (عشاوي، 2017، صفحة 64).

مما سبق يمكننا تعريف الاستثمار الأجنبي المحفظي على أنه تملك الأجانب أوراقا مالية من أسهم وسندات في السوق المالي المحلي، وذلك بغرض المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار، على ألا يكون للمستثمر الأجنبي الحق في الإدارة أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على المشروع.

يتميز الاستثمار الأجنبي المحفظي بمجموعة من الخصائص نذكر منها: (شنافة، 2017، صفحة 189)

- سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة.
- زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية.
- صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها، حيث قد تتسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعدة عوامل.

- ينحصر هذا الاستثمار في المبادلة والمتاجرة 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.

2.2 قنوات الاستثمار الأجنبي المحفظي:

يقصد بها الطرق المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى الأسواق المالية الأجنبية أو التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في الأسواق المالية المحلية.

1.2.2 صناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار عن مؤسسات مالية مستقلة أو تابعة لأحد البنوك أو شركات التأمين، تقوم بإصدار وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمرين أفراد أو شركات لاستثمار حصيلة البيع في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في سوق التداول، بهدف تكوين محفظة أوراق مالية متوازنة من حيث العائد والمخاطر (شريط ، 2011، صفحة 168).

2.2.2 المحافظ المشتركة:

تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى، والتي تستثمر الأموال المجتمعة بدلا من إنفاقها مباشرة وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منتظمة وغير منتظمة، وتتخصص أعمالها في إعادة استثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية (مفتاح و بوعبد الله، 2013، صفحة 68).

3.2.2 الإصدارات العالمية من الأوراق المالية:

تعرف على أنها أوراق يتم تسجيلها في الأسواق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توفر شروط معينة للتسجيل في الأسواق العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات، نسب استغلال الطاقة الإنتاجية، مدى اتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات كالجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدول المصدرة في حالة السندات الحكومية (طرايش و بربري، 2019، صفحة 136).

4.2.2 الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية:

ويكون إما عن طريق شراء وبيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية، أو عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المحلية (صايفي، 2008، الصفحات 71-72).

3.2 محددات الاستثمار الأجنبي المحفظي:

للاستثمار الأجنبي المحفظي محددات متنوعة تحكمه وتضبط تحركاته قسمت إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية.

1.3.2 العوامل الداخلية (عوامل الجذب):

ترتبط هذه العوامل بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضاً ببنية سوق الأوراق المالية المحلية، ومن بين هذه العوامل نذكر ما يلي:

1.1.3.2 النمو الاقتصادي:

إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة من شأنه إثارة الانتباه وزيادة الاهتمام لدى المستثمر الأجنبي، وبالتالي تحفيزه للإقبال على الاستثمار في السوق المحلية من أجل الاستفادة من عوائد مرتفعة (بوعبد الله و بوقصبة، 2017، صفحة 123).

2.1.3.2 أسعار الصرف:

من المعروف أن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلباً في تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية، حيث تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في مختلف الدول، وقد عملت عدة دول ناشئة على استقرار أسعار صرف عملتها مقابل العملات الأخرى من أجل جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق في إطار سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي (عادل علي عبد العال، 2013، صفحة 84).

3.1.3.2 الخصوصية:

إن التوسع في الخصوصية وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركات في شكل أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف المستثمرين، تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، مما يخلق فرصاً استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما تؤدي إلى زيادة كمية ونشاط السوق المحلية وزيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين والأجانب (بوعبد الله و بوقصبة، 2017، صفحة 124).

4.1.3.2 هيكل سوق الأوراق المالية:

وهو ما يتعلق بهيكل سوق الأوراق المالية من حيث تنظيم السوق، والعمل بمبدأ الإفصاح والشفافية، وتنوع الأدوات والأوراق المالية المتوفرة في السوق، فضلا عن وجود قطاع الوسطاء الماليين، وقد تخطت كثير من الدول وخصوصا بعض الدول النامية خطوات إيجابية فيما يتعلق بتطوير أسواقها المالية وتحسين آليات عمل تلك الأسواق (طاهر محمد و صلاح حسن، 2013، صفحة 111).

2.3.2 العوامل الخارجية (عوامل الدفع):

تتمثل في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي والتي لا تسيطر عليها الدولة المستقبلية، ومن بين هذه العوامل نذكر ما يلي:

1.2.3.2 انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية:

يحفز المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرا لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة (فلاق و باصور، 2015، صفحة 75).

2.2.3.2 الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححر المالي:

نتج عنه تغيير في البنية التنظيمية للأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط أسواق الأوراق المالية ببعضها البعض، حيث ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة للاتصال السريع، واتجاه بعض الدول المتقدمة لتخفيف بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية ومشروعاتها في أسواق هذه الدول (ساحل و بن تقات، 2019، صفحة 384).

3.2.3.2 الاتجاه المتزايد نحو تكوين محافظ استثمارية دولية:

خاصة من طرف شركات الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد وذلك نتيجة لما بحوزتها من أموال ضخمة، فهي إذا تستهدف تشكيل محافظ تتناسب مع سياستها واستراتيجيتها في تحقيق أهدافها، إذ عادة ما يتم توجيه هذه الأموال الضخمة إلى أسواق الأوراق المالية للدول التي تشهد نموا ملحوظا في اقتصادياتها (صايفي، 2008، الصفحات 106-107).

3. تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الكلي في بورصة عمان:

يعتبر صافي الاستثمار الأجنبي والذي يمثل الفرق بين مشتريات الأجانب ومبيعات الأجانب مؤشرا مهما لقياس مدى اتساع حجم السوق المالي ومدى مساهمة الأجانب في تطويره، أما حجم التداول فهو يعبر عن القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويعد مؤشرا جيدا على مستوى نشاط السوق المالية ودرجة سيولتها، وفي هذا المحور سيتم تحليل تطورات صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020).

1.3 تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال (1996-2020):

شهد صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الى بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)، تذبذبا كبيرا حيث يرتفع تارة وينخفض تارة أخرى، ويحقق قيم سالبة خلال بعض السنوات، والجدول الموالي يوضح تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال هذه الفترة.

الجدول 1: صافي تدفق الاستثمار الأجنبي خلال الفترة (1996-2020)

السنوات	NFI (مليون دينار)	السنوات	NFI (مليون دينار)
1996	8.521	2009	3.8-
1997	56.76	2010	14.6-
1998	122.6	2011	78.6
1999	15.5	2012	37.6
2000	11.8-	2013	146.9
2001	107.5-	2014	22.2-
2002	0.9	2015	10.6
2003	81.9	2016	237.1
2004	68.9	2017	334.3-
2005	413	2018	484.5
2006	18.6	2019	114.2
2007	466.2	2020	67.5-
2008	309.8		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني.

من خلال معطيات الجدول (1) نلاحظ بأن قيم صافي الاستثمار الأجنبي شهدت

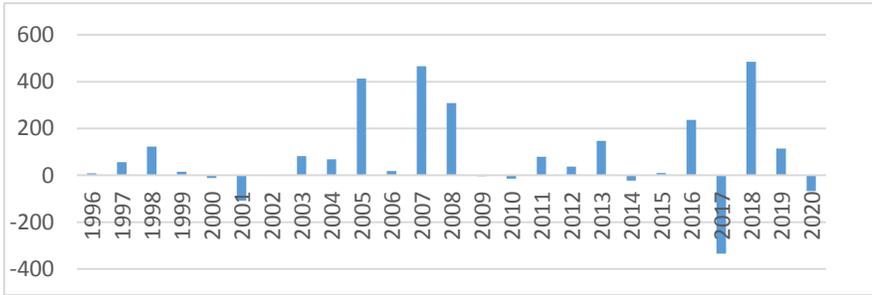
تذبذباً واضحاً خلال سنوات الدراسة، حيث تراوحت بين قيم موجبة وسالبة، وذلك تأثراً بالعديد من الظروف المحلية والإقليمية والعالمية، كما نلاحظ تدني قيم صافي الاستثمار الأجنبي خلال الفترة 1996 إلى غاية سنة 2005 أين بلغ 413 مليون دينار، وذلك نتيجة للانفتاح الاقتصادي وإزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وبالتالي زيادة الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

ارتفع صافي الاستثمار الأجنبي المتحقق في بورصة عمان خلال سنة 2007 بحوالي 466.2 مليون دينار، أي ارتفع بنسبة 96.01% مقارنة مع سنة 2006، ويعكس هذا الارتفاع الثقة المتنامية من قبل المستثمر الأجنبي في بورصة عمان والتي جاءت نتيجة لزيادة الكفاءة والشفافية والرقابة في هذا السوق، وتطوير آليات العمل وتحديث التشريعات والقوانين التي تحكم عمل البورصة ومناخ الاستثمار فيها.

على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية، إلا أن بورصة عمان تمكنت من تحقيق صافي تدفق موجب بمقدار 309.8 مليون دينار، وهذا ما يعكس الاهتمام المتزايد في بورصة عمان من قبل المستثمرين غير الأردنيين، كما شهدت السنوات ما بعد الأزمة المالية العالمية إلى غاية سنة 2018 تذبذباً ملحوظاً في صافي الاستثمار الأجنبي، وذلك نتيجة للآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية.

في سنة 2018 عاود صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان الارتفاع ليبلغ ذروته خلال الفترة محل الدراسة، حيث وصل إلى حوالي 484.5 مليون دينار، ثم عاود لينخفض سنة 2019 ليصل إلى نحو 114.2 مليون دينار، ويعود هذا الانخفاض المفاجئ إلى بدء تنفيذ قانون ضريبة الدخل على أرباح المضاربة في الأسهم ما أدى إلى هروب المستثمرين المحليين والأجانب، كما سجلت بورصة عمان خلال سنة 2020 صافي تدفق للخارج (سالب) بحوالي 67.5 مليون دينار، وجاء ذلك كمحصلة لتداعيات انتشار فيروس كورونا الذي أدى إلى تراجع في مؤشرات أداء بورصة عمان بصفة عامة وتراجع صافي الاستثمار الأجنبي بصفة خاصة، وعلى الرغم من الظروف والآثار السلبية التي استمرت حتى نهاية العام، إلا أن بورصة عمان استمرت في تنفيذ مشاريعها وفي جهودها من أجل تحسين المناخ الاستثماري وكذا تعزيز الثقة في السوق.

الشكل 1: تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول 1.

2.3 تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال (1996-2020):

يعبر حجم التداول عن عدد الحصص المتداولة من الأوراق المالية في السوق ككل خلال فترة زمنية محددة بمعنى كمية حصص الأسهم التي انتقلت من البائعين إلى المشترين والتي تعبر عن نشاط السوق، والجدول الموالي يوضح تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020).

الجدول 2: تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)

TV (مليون دينار)	السنوات	TV (مليون دينار)	السنوات
9665.3	2009	248.5	1996
6690	2010	355.2	1997
2850.3	2011	464.4	1998
1978.8	2012	389.4	1999
3027.3	2013	334.7	2000
2263.4	2014	668.7	2001
3417.1	2015	950.3	2002
2329.5	2016	1855.2	2003
2926.2	2017	3793.2	2004
2319.3	2018	16871	2005
1585.4	2019	14209.9	2006
1048.8	2020	12348.1	2007
		20318	2008

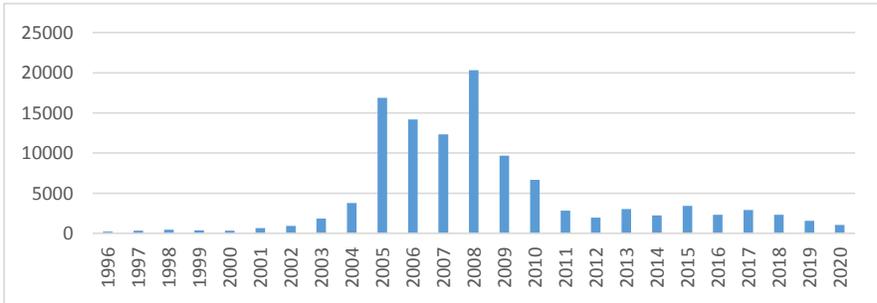
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان.

من خلال معطيات الجدول (2) يمكن ملاحظة الارتفاع المستمر لحجم التداول من سنة 1996 إلى سنة 1998 وذلك نتيجة لصدور قانون الأوراق المالية الذي يهدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني ليواكب الأسواق المالية الدولية، بالإضافة إلى إزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي، لينخفض بعدها سنتي 1999 و 2000.

شهد حجم التداول خلال الفترة (2001-2005) نموا كبيرا، ويعزى ذلك إلى دخول متعاملين جدد ومستثمرين أجانب إلى بورصة عمان نتيجة إلغاء القيود على الاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى تنفيذ برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية، ليسجل بعد ذلك انخفاضا سنتي 2006 و 2007 بسبب الحركة التصحيحية التي شهدتها بورصة عمان، ليعاود الارتفاع سنة 2008 ويسجل أكبر حجم تداول خلال سنوات الدراسة، وذلك نتيجة لعمليات البيع الواسعة التي قام بها المستثمرون في السوق بسبب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

عاد حجم التداول للانخفاض مجددا ابتداء من سنة 2009 إلى سنة 2012، وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أدت لعزوف المستثمرين وتخوفهم من شراء الأسهم، أما خلال الفترة (2013-2016) فقد شهدت تذبذبا واضحا في حجم التداول، حيث يرتفع تارة وينخفض تارة أخرى، واستمر في الانخفاض ابتداء من سنة 2017 إلى غاية سنة 2020، أين وصل إلى أدنى مستوياته بسبب تداعيات انتشار فيروس كورونا التي كان لها أثرا واضحا على أداء بورصة عمان وعلى الشركات المدرجة فيها كباقي البورصات العربية والعالمية.

الشكل 2: تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول 2.

4. قياس أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2019):

1.4 متغيرات ونموذج الدراسة:

لدراسة أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان، تم جمع سلاسل زمنية تغطي الفترة من 1996 إلى 2020، وتم استخدام متغير صافي الاستثمار الأجنبي (NFI) كمتغير مستقل ومتغير حجم التداول الكلي (TV) كمتغير تابع، تم جمع البيانات الخاصة بهذه المتغيرات من التقارير السنوية لبورصة عمان.

يمكن صياغة نموذج الدراسة في شكله القياسي على النحو التالي:

$$TV_t = \alpha_0 + \alpha_1 NFI_t + u_t$$

حيث أن:

TV: يمثل حجم التداول الكلي.

NFI: يمثل صافي الاستثمار الأجنبي.

α_0 : تمثل الحد الثابت.

α_1 : يمثل معامل استجابة المتغير التابع للمتغير المستقل.

u_t : يمثل الخطأ العشوائي.

تشمل هذه الدراسة استقرارية السلاسل الزمنية من خلال تطبيق اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، وتقديم النموذج والكشف عن وجود تكامل مشترك باستخدام منهج الحدود، وتقدير النموذج في الأجل الطويل والقصير باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL).

2.4 النتائج التطبيقية:

1.2.4 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 نعتمد على اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية، والجدول الموالي يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (ADF).

الجدول 3: نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) عند المستوى

عند المستوى			المتغير
None	Intercept	Trend and Intercept	
- 4.70228	-5.682239	-5.823408	NFI
0.0000	0.0006	0.0001	
-1.385797	-1.768156	-1.859108	TV
0.1498	0.6882	0.3447	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.

تشير نتائج اختبار ديكي فولر الموسع ADF عند المستوى والمبينة في الجدول أعلاه أن صافي الاستثمار الأجنبي (NFI) مستقر عند المستوى، بينما حجم التداول الكلي (TV) غير مستقر عند المستوى أي يحتوي على جذر الوحدة، وبالتالي يستلزم اختبار سكونه عند الفرق الأول، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي.

الجدول 4: نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) عند الفرق الأول

عند الفرق الأول			المتغير
None	Intercept	Trend and Intercept	
-5.464091	-5.354827	-5.338792	TV
0.0000	0.0013	0.0003	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.

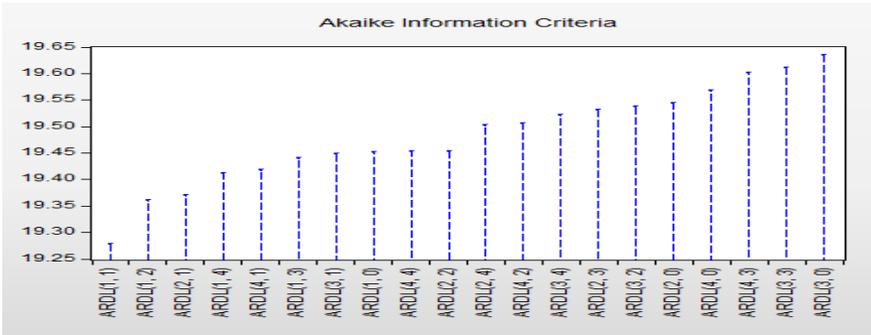
تشير نتائج الجدول (4) بأن حجم التداول الكلي (TV) استقر عند أخذ الفرق الأول، وبالتالي فإن متغيرات الدراسة ليس فيها أي متغير له درجة تكامل أكبر من الواحد، ومنه يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج الحدود.

2.2.4 تحديد درجة الإبطاء المثلى للنموذج:

لتحديد عدد فترات الإبطاء المثلى تم الاعتماد معيار Akaike، والنتائج موضحة

من خلال الشكل الموالي:

الشكل 3: نتائج اختبار الفترات المثلى حسب معيار AIC



المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

إن اختيار الفجوات المثلى يعتمد على أدنى قيمة حسب معيار (AIC)، ومن خلال الشكل أعلاه نستنتج بأن درجة الابطاء المثلى من خلال معيار AIC هي ARDL (1,1).

3.2.4 تقدير نموذج ARDL:

من خلال الجدول 5 نلاحظ أن معامل التحديد ($R\text{-squares}=0.72$) وهو معدل جد مقبول، وهذا يعني أن 72% من التغيرات التي تطرأ على حجم التداول الكلي يتم تفسيرها من خلال صافي الاستثمار الأجنبي، بينما 28% من هذه التغيرات يمكن إرجاعها إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، إذن هناك علاقة قوية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

إضافة إلى أن قيمة فيشر المحسوبة بلغت 17.06 وهي أكبر من القيمة الجدولية، وقيمة الاحتمال 0.000010 وهذه القيمة أقل من 5%، ما يعني أن النموذج له دلالة معنوية، وبالتالي يمكن القول أن المتغير المستقل قادر على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.

الجدول 5: نتائج تقدير نموذج ARDL

Dependent Variable: TV				
Method: ARDL				
Date: 05/26/21 Time: 23:43				
Sample (adjusted): 1997 2020				
Included observations: 24 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): NFI				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 20				
Selected Model: ARDL(1, 1)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
TV(-1)	0.491306	0.142087	3.457791	0.0025
NFI	13.33062	3.981320	3.348293	0.0032
NFI(-1)	10.30538	4.433296	2.324541	0.0307
C	301.5419	901.4276	0.334516	0.7415
R-squared	0.719003	Mean dependent var	4694.146	
Adjusted R-squared	0.676853	S.D. dependent var	5679.690	
S.E. of regression	3228.677	Akaike info criterion	19.14854	
Sum squared resid	2.08E+08	Schwarz criterion	19.34489	
Log likelihood	-225.7825	Hannan-Quinn criter.	19.20063	
F-statistic	17.05835	Durbin-Watson stat	2.176566	
Prob(F-statistic)	0.000010			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

4.2.4 اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود ARDL Bounds Test:

تتمثل هذه الخطوة في اختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ويكون هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة، وعليه نرفض فرض العدم H_0 الذي ينص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ونقبل الفرض البديل H_1 الذي ينص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فإننا نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، والجدول الموالي يوضح نتائج اختبارات الحدود.

الجدول 6: نتائج اختبارات الحدود ARDL BOUNDS TEST

ARDL Bounds Test		
Date: 05/26/21 Time: 23:45		
Sample: 1997 2020		
Included observations: 24		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	7.921226	1
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

من خلال الجدول (06) يتضح بأن إحصائية (F-statistic) المحسوبة والتي تساوي 7.92 أكبر من القيمة الحرجة العليا عند مستوى المعنوية 10%، 5%، 2.5%، 1%، ومنه يمكننا رفض فرض العدم H_0 وقبول الفرض البديل H_1 ، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل تتجه من المتغير المستقل (NFI) إلى المتغير التابع (TV)، أي أن تطور صافي الاستثمار الأجنبي على المدى الطويل يعمل على زيادة حجم التداول في سوق عمان للأوراق المالية.

5.2.4 تقدير نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل:

من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (07) نلاحظ بأن حد تصحيح الخطأ (ECM-1)، قد ظهر بإشارة سالبة (-0.508694) وهو معنوي عند مستوى معنوية 5%، وهذا يشير إلى قدرة النموذج على تصحيح الانحرافات في أجله الطويل، ما يعني أن 51% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل في سنة واحدة و 11 شهر تقريبا ($1/0.508694=1.96$).

كما نلاحظ بأن معامل صافي الاستثمار الأجنبي موجب، وهو ما يشير إلى وجود علاقة طردية بينه وبين حجم التداول الكلي، كما أن $\text{prob}=0.0032$ وهي أقل من 5%، ما يعني أن مؤشر صافي الاستثمار الأجنبي له معنوية إحصائية.

الجدول 7: نتائج تقدير معاملات الأجل القصير

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: TV				
Selected Model: ARDL(1, 1)				
Date: 05/26/21 Time: 23:50				
Sample: 1996 2020				
Included observations: 24				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NFI)	13.330623	3.981320	3.348293	0.0032
CoIntEq(-1)	-0.508694	0.142087	-3.580161	0.0019
Cointeq = TV - (46.4641*NFI + 592.7771)				

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

6.2.4 تقدير العلاقة طويلة الأجل:

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وفق منهج اختبار الحدود، ينبغي الحصول على معاملات الأجل الطويل للنموذج المقدر، وهو ما تم تبيينه من خلال الجدول رقم 8.

الجدول 8: نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFI	46.464121	12.785908	3.634010	0.0017
C	592.777088	1719.200689	0.344798	0.7338

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

من الجدول (08) نلاحظ بأن معامل صافي الاستثمار الأجنبي موجب، وتدل على وجود علاقة طردية بين صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الكلي، وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وذلك لأن $(p < 0.05)$ ، حيث بلغت قيمة هذا المعامل 46.46، وتشير هذه القيمة الى أن أي زيادة في صافي الاستثمار الأجنبي بـ 1% يؤدي إلى زيادة حجم التداول الأجنبي بـ 46.46%.

7.2.4 اختبارات صلاحية النموذج المقدر:

لمعرفة ما إذا كان النموذج صحيح ويخلو من المشاكل القياسية ويمكن الاعتماد عليه في التشخيص والتحليل الاقتصادي السليم نقوم ببعض الاختبارات التالية:

1.7.2.4 اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، نستعمل اختبار (Breusch- LM Test) godfrey serial correlation، ويتم هذا الاختبار من خلال الفروض التالية:

H_0 : لا يوجد مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء.

H_1 : يوجد مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء.

الجدول 9: نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.118933	Prob. F(2,18)	0.8886
Obs*R-squared	0.313019	Prob. Chi-Square(2)	0.8551

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

يشير الاختبار إلى أن $prob=0.8886$ وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية 5%، مما يجعلنا نقبل فرض العدم H_0 ، ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي التسلسلي للأخطاء.

2.7.2.4 اختبار عدم ثبات التباين:

هناك عدة اختبارات للكشف على أن تباين الأخطاء متجانس أم لا، ومن بين هذه الاختبارات نجد اختبار ARCH، ويعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج LM، ويتم هذا الاختبار من خلال الفروض التالية:

- H_0 : تباين الأخطاء متجانس.

- H_1 : تباين الأخطاء غير متجانس.

الجدول 10: نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.356990	Prob. F(1,21)	0.5566
Obs*R-squared	0.384453	Prob. Chi-Square(1)	0.5352

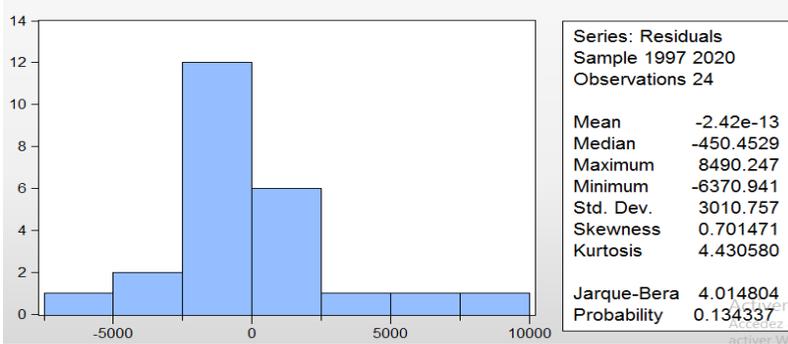
المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

يشير اختبار عدم ثبات التباين بأن احتمالية فيشر تساوي 0.5566 هي أكبر من مستوى معنوية 5%، مما يجعلنا نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وهذا يعني أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين أي أن البواقي لها تباين متجانس والفروقات بين تبايناتها غير معنوية.

3.7.2.4 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

للتحقق من شرط إتباع بواقي النموذج المقدر للتوزيع الطبيعي تم استخدام اختبار (Jarque- Bera)، فكانت النتيجة تشير إلى أن قيمة الاختبار تساوي 4.014808 باحتمالية قدرها 0.13 وهي قيمة أكبر من درجة المعنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، أي أن بواقي النموذج المقدر تتبع توزيعاً طبيعياً، وبالتالي يمكن قبول النموذج إحصائياً.

الشكل 4: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي



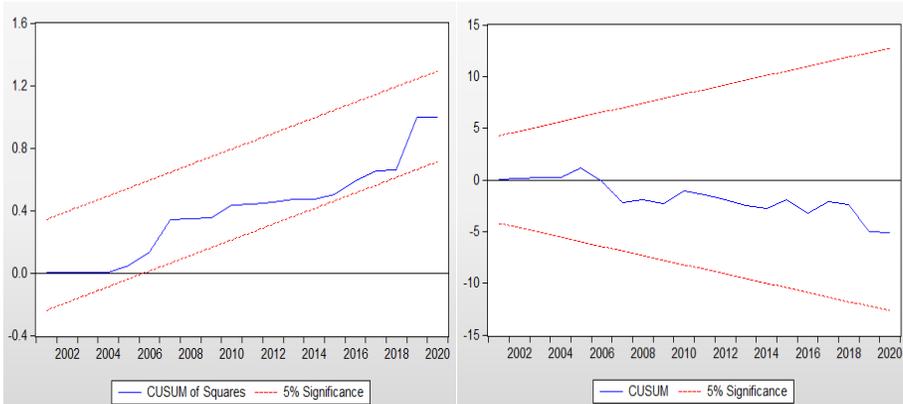
المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

4.7.2.4 اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج:

يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة، إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وتكون المعاملات غير مستقرة إذا كان الشكل البياني خارج الحدود، وسيتم استخدام اختبارين هما:

- اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاودة CUSUM.
- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة CUSUMSQ.

الشكل 5: نتائج اختبار CUSUM و CUSUMSQ



المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أن خط (CUSUM) و (CUSUMSQ) بالنسبة لهذا النموذج هو عبارة عن خط وسطي داخل حدود المنطقة الحرجة مشيراً إلى

استقرار النموذج عند مستوى معنوية 5%، وعليه نستخلص من خلال نتائج الاختبارين على أن هناك استقرار وانسجام في نتائج الأجلين القصير والطويل.

5. خاتمة:

سعت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي وحجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020)، ومن أجل تحقيق هذا الغرض تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزع (ARDL)، وقد خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج نوجزها في النقاط التالية:

- يتمتع الاستثمار الأجنبي المحفظي بالعديد من المزايا من بينها مساهمته في تنشيط حركة الأسواق المالية وتحسين فرص الحصول على التمويل.
- بالرغم من الجهود الكبيرة التي بذلتها بورصة عمان سواء في مجال جذب الاستثمار الأجنبي أو تحسين سيولة سوقها المالي، إلا أنها شهدت تقلبا واضحا في تدفقات الاستثمار الأجنبي وكذا حجم التداول، وذلك تأثرا بالأزمة المالية العالمية بعد سنة 2008، وكذا تأثرها بتداعيات فيروس كورونا سنة 2020، بالإضافة إلى وجود أسواق مالية مجاورة تشجع الاستثمار الأجنبي أكثر كسوق دبي وأبو ظبي، وسوق السعودية.
- بعد إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة باستخدام اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، تم التوصل إلى أن متغير صافي الاستثمار الأجنبي NFI مستقر عند المستوى، والمتغير حجم التداول TV مستقر عند الفرق الأول، مما يدل على إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين هذين المتغيرين.
- أوضح معامل التحديد للمعادلة المقدر بمنهجية ARDL بأن 72% من التغيرات التي تطرأ على حجم التداول يتم تفسيرها من خلال صافي الاستثمار الأجنبي.
- بعد إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج الحدود ARDL bounds test، توصلنا إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

- وجود علاقة طردية ومعنوية بين صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول في الأجلين القصير والطويل، حيث أن الزيادة في صافي الاستثمار الأجنبي يؤدي إلى زيادة حجم التداول، ما يعني أن الاستثمار الأجنبي يعمل على توفير السيولة التي تعتبر محركاً قوياً ومنشطاً للأسواق المالية وبالتالي تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم مما يزيد في حجم التداول الكلي في السوق المالي، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

- تشير معلمة حد تصحيح الخطأ إلى أن 51% من الانحرافات والاختلالات قصيرة الأجل في حجم التداول في السنة السابقة يتم تصحيحه في السنة الحالية، أي يتم الوصول إلى الوضع التوازني طويل الأجل في سنة واحدة و 11 شهر تقريباً.

- من خلال قيامنا بعدة اختبارات تشخيصية تأكدنا من جودة النموذج المستخدم في التحليل، وخلوه من المشاكل القياسية.

في ضوء النتائج السابقة يمكننا وضع الاقتراحات التالية:

- ضرورة العمل على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية وإزالة كافة قيود وحواجز الدخول إلى هذه السوق، وذلك لتوفير بيئة مواتية لجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي إلى بورصة عمان.

- العمل على تحسين الوضع الاقتصادي والسياسي في البلاد، باعتبارهما من العوامل المهمة والمؤثرة على قرار المستثمر الأجنبي عند استثمار أمواله في البلد المضيف.

- تعزيز وتعميق الثقافة الاستثمارية لدى المستثمر المحلي والأجنبي من خلال خطط مبنية على أسس علمية لتشجيع الاستثمار، هذا يؤدي بالضرورة إلى تنشيط بورصة عمان وزيادة حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي.

- زيادة الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق من خلال التشجيع على إدراج مزيد من الشركات في البورصة، بالإضافة إلى تنويع الأوراق المالية واستحداث أنواع جديدة وتداولها، بهدف تنشيط السوق وزيادة سيولته واستقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المالي.

6. قائمة المراجع:

- طرايش إبراهيم، وبربري محمد أمين، (2019)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة التكامل الاقتصادي، 7(2)، 130-145.
- أياد طاهر محمد، وأحمد صلاح حسن، (2013)، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 4(4)، 99-126.
- شنافة، جهرة، (2017)، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2016-1980) (أطروحة دكتوراه)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
- مفتاح صالح، ويوعبد الله علي، (2013)، واقع الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 7(14)، 65-86.
- شريط، صلاح الدين، (2011)، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية (أطروحة دكتوراه)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- عادل علي عبد العال علا، (2013)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، 20(63، 64)، 74-94.
- بو عبد الله علي، وبوقصبة شريف، (2017)، المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية - دراسة حالة بورصة عمان (1994-2015)، مجلة العلوم الإنسانية، 17(1)، 119-146.
- عشاوي، علي، (2017)، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية 2008 (أطروحة دكتوراه)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- فلاق علي، وباصور محمد، (2015)، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، 3(3)، 61-82.
- صايفي، عمار، (2008)، محددات الاستثمار المحفظي واثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر (رسالة ماجستير)، قسم العلوم

الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر.

ساحل محمد، بن تقات عبد الحق، (2019)، الاستثمار الأجنبي المحفّظي-دراسة نظرية، مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية والإنسانية المعمقة، 1(6)، 402-993.

Akinmulegun ,sunday ojo , (2018), Capital Market Development and Foreign Portfolio investment inflows in Nigeria(1985-2016), Advances in Economics and Business, 6(5), 299-307.

Maverick, J, (2020). Foreign Portfolio vs. Foreign Direct Investment: What's the Difference?: <https://www.investopedia.com/ask/answers/060115/what-difference-between-foreign-portfolio-investment-and-foreign-direct-investment.asp> (consulted on 5/12/2020).