

دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تطوير أداء وكفاءة السوق المالي

- دراسة حالة بورصة عمان -

قويدر معاش

أستاذ مساعد بكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
جامعة الجلفة

قويدر عياش

أستاذ محاضر بكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
جامعة الاغواط



ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية وتطوير الأسواق المالية، ولتحقيق هذا الهدف تم تقدير نماذج انحدار متعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وبالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews8 لاختبار تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي بشكليه المباشر والمحفظي، على مجموعة من المؤشرات المالية التي تقيس مستوى نشاط وتطور بورصة عمان، والمتمثلة في: نسبة القيمة السوقية، نسبة حجم التداول، معدل الدوران ومؤشر السوق، أما الإطار الزمني للدراسة فشمل الفترة "2000-2014" وقد كشفت نتائج الدراسة على أن مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي في تفسير التغيرات في المؤشرات المالية لبورصة عمان متواضعة حيث تراوحت بين 52% و63%.

الكلمات الدالة: استثمار أجنبي مباشر، سوق مالي، تقييم مالي، تنمية سوق مالي.

Résumé

Cette étude vise à déterminer l'ampleur de la contribution de l'investissement étranger dans le développement des marchés financiers. Pour atteindre cet objectif un modèle de régression multiple a été estimée en utilisant la méthode des moindres carrés, et avec l'aide du programme statistique Eviews 8 pour tester l'effet des flux d'investissements étrangers, directs et indirectes, sur un ensemble d'indicateurs financiers qui mesurent le niveau d'activité et de l'évolution de la Bourse d'Amman, ces indicateurs sont: Market Capitalization Ratio, Value Traded Ratio, Turnover ratio et Market Index. Le contexte chronologique de l'étude s'étend de la période de 2000 à 2014. Les résultats de cette étude ont révélé que la contribution de l'investissement étranger direct et l'investissement de portefeuille dans l'interprétation de l'évolution des indicateurs financiers de la Bourse d'Amman est modestes qui se situait entre 52% et 63%.

Les Mots clé: l'investissement étranger, marchés financiers, l'évolution financiers, développement marchés financiers.

تمهيد:

ساهمت العديد من المتغيرات على الساحة الاقتصادية الدولية، كتحرير أسواق التمويل والتدفقات المالية، في زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول، كما أصبح الاستثمار الأجنبي من أهم مصادر التدفقات المعاصرة. وقد أدى ذلك إلى احتدام التنافس بين الدول النامية لزيادة نصيبها النسبي من هذه التدفقات، فلجأت هذه الدول إلى استخدام العديد من الحوافز لجذب الاستثمار الأجنبي وعملت على تحرير أسواقها من القيود التي قد تعوق تدفق هذه الاستثمارات، فتمكنت بعضها من تحقيق معدلات نمو مرتفعة، وتنمية مواردها البشرية والارتقاء بمستوى التكنولوجيا المحلية، إلا أن البعض الآخر عجز عن تحقيق المتطلبات الاقتصادية اللازمة لتشجيع تلك الاستثمارات.

كما عملت العديد من الدول على تحرير أسواقها المالية نظرا للدور الذي تلعبه في تجميع رؤوس الأموال وتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد القومي ككل، فقد حرصت الدول النامية على إنشاء أسواق لرأس المال بها، ولم تعد أسواق رأس المال مقتصرة على الدول المتقدمة فقط. وقد حققت العديد من الأسواق الناشئة نجاحا كبيرا في برامجها للإصلاح الاقتصادي، وحققت معدلات نمو مرتفعة أصبحت معها مغرية لتدفق رؤوس الأموال إليها، فاستطاعت بذلك أن تستقطب الاستثمارات الأجنبية التي ساهمت بدورها في تطوير هذه الأسواق.

محاور الدراسة:

الجانِب النظري:

- ✓ مفهوم وطبيعة الاستثمار الأجنبي؛
- ✓ عوامل جذب الاستثمارات الأجنبية ؛
- ✓ أهمية مساهمة الاستثمار الأجنبي في التنمية الاقتصادية ؛

الجانِب التطبيقي:

- ✓ اختبار تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي على نشاط بورصة عمان ؛
- ✓ متغيرات الدراسة ؛
- ✓ الصيغة الرياضية للنموذج ؛
- ✓ اختبار الفرضيات ؛
- ✓ النتائج .

أولاً: الإطار النظري للدراسة

يقصد بالاستثمار من الناحية الاقتصادية التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقق هذه التدفقات. وتبويب الاستثمارات من ناحية جغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات أجنبية. أما الاستثمارات المحلية فتشتمل على جميع فرص الاستثمار المتاحة في السوق المحلي. في حين يعد كل استثمار خارج الحدود الوطنية للمستثمر، استثماراً أجنبياً بالنسبة للبلد المستثمر فيه. ويسمح الاستثمار الأجنبي للشركات والأفراد بتداول رأس المال من خلال مناقشته بين الدول لأغراض التملك والاستثمار في الموجودات المختلفة والمساهمة في تأسيس المنظمات المتنوعة.

1 - مفهوم وطبيعة الاستثمار الأجنبي

يعرف الاستثمار الأجنبي على أنه تلك التدفقات الرأسمالية سواء في شكل أصول مالية أو إنتاجية ملموسة أو غير ملموسة والتي يكون مصدرها من خارج الدولة المضيفة، والتي توظف في مشاريع استثمارية مستقلة أو مشتركة تدار على أسس تجارية⁽¹⁾. وبذلك فالاستثمار الأجنبي هو عملية تنتقل من خلالها الموارد الاقتصادية بصورة عامة لغرض المساهمة في الإنتاج وعمليات التنمية الاقتصادية، وتفرق الأدبيات عموماً بين نوعين من الاستثمار الأجنبي وهما: الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر والذي يعرف كذلك بالاستثمار المحفطي.

ويكمن معيار التمييز بين ما هو مباشر وما هو غير مباشر من الاستثمار في مسألة التحكم الفعلي في الشركة، وعليه فإذا كان الشخص المستثمر له حق التحكم في الشركة فهو يعد مستثمراً مباشراً، أما إذا لم يكن فهو غير مباشر. ويتحدد حق التحكم بمقدار المساهمة في رأسمال الشركة، وهذا المقدار يتغير وفق القوانين المختلفة للدول، فقد يتمثل في أغلبية رأس المال، وقد يتمثل في القدر الأكبر من المساهمة في رأسمال⁽²⁾.

وانطلاقاً من ذلك فإن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يتمثل في المشاركة الأجنبية في استثمارات لا يكون فيها أي نوع من أنواع الرقابة على النشاط الاستثماري من قبل المستثمر الأجنبي، ويأتي من خلال الاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات، بهدف تحقيق معدل عائد معين دون حق ممارسة أي نوع من الرقابة في إدارة المشروع الاستثماري⁽³⁾. ينطوي الاستثمار الأجنبي غير المباشر على شراء الأصول بهدف كسب معدل العائد الذي يعتبر جذاباً لمستوى معين من المخاطر مع عدم وجود حق مكتسب في الرقابة على الهيئة التي تصدر هذه الأصول. ويشمل الاستثمار المحفطي شراء السندات الحكومية والسندات التي تصدرها الشركات. كما تتضمن أيضاً شراء الأسهم طالما أنها لا تنطوي ضمناً على مصلحة الرقابة على المنشأة المصدرة لهذه الأسهم⁽⁴⁾.

يتضح مما سبق أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يأتي من خلال استثمار الحافطة، ويعتمد على أحد وسائل تنويع محفظة الاستثمارات (التنويع الدولي) بهدف التقليل من مخاطر الاستثمار والحصول على عوائد مالية أكبر. ويتصف هذا الاستثمار بأنه يتعلق بقيام مستثمرين أجانب بالتعامل في أنواع مختلفة من الأوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق دين (سندات) دون أن يترتب على ذلك رقابة إدارية من قبل المستثمر.

يتم هذا الاستثمار عادة - من قبل مؤسسات التمويل، كالبנק وصناديق الاستثمار أو المستثمرين التأسيسيين (مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين) أو حتى من قبل الأفراد سواء كانوا مستثمرين أو مضاربين⁽⁵⁾.

أما النوع الثاني من الاستثمار الأجنبي فهو الاستثمار الأجنبي المباشر ويعرف بأنه استثمار يتضمن علاقة طويلة الأجل ويعكس مصلحة دائمة وسيطرة هيئة مقيمة في أحد الاقتصاديات في مشروع مقيم في اقتصاد آخر⁽⁶⁾.

وترى منظمة التجارة العالمية أن الاستثمار الأجنبي المباشر يحدث عندما يمتلك مستثمر مقيم في بلد (البلد الأم) أصلاً إنتاجياً في بلد آخر (البلد المضيف) بقصد إدارته⁽⁷⁾. يتضح من التعاريف أعلاه أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الأجل في أصول إنتاجية، ويعني ضمناً أن المستثمر يمارس درجة مهمة من التأثير على إدارة المشروع المقام في بلد آخر غير بلده الأم.

وتنص الطبعة الخامسة من دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي على أن امتلاك المستثمر الأجنبي المباشر لـ 10% أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية (في حالة الشركات المساهمة) أو ما يعادل ذلك (في حالة الشركات غير المساهمة) دليل على وجود الاستثمار المباشر⁽⁸⁾.

كما أن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، ركزت في تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على هدف ممارسة المستثمر الأجنبي المباشر لدور الرقابة على مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال ملكية 10% أو أكثر من أسهم المشروع وبالتالي التمتع بقوة التصويت في المشروع، وهذا ما ميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن الاستثمار المحفطي⁽⁹⁾. يتضح مما سبق وجود تشابه بين التعريفات المذكورة من حيث المضمون، حيث تتفق جميعها في نظرهما للاستثمار الأجنبي المباشر كونه تدفقا لرأس المال على دولة غير دولة صاحب رأس المال بغرض إنشاء مشروع طويل الأجل يتولى المستثمر إدارته كلياً أو جزئياً، وذلك خدمة لهدفه المتمثل في تحقيق الربح.

ولكن على الرغم من هذه التعريفات فإن مصطلح الاستثمار الأجنبي المباشر له تفسيرات عدة اعتماداً على الاتفاقيات التي تعرف مداه والنشاطات الداخلة فيه والقواعد التي تحكم المشاركة فيه، فتعريف الاستثمار الأجنبي ومداه ومحدوديته منصوص عليها بوضوح في قانون كل دولة تهدف إلى جذبه، وعلى الرغم من اختلاف التعريفات المعطاة للاستثمار الأجنبي المباشر فإن جميع التعريفات تؤكد على حقيقة أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتضمن سيطرة على عملية الإنتاج في البلد المضيف. وقد اختيرت قاعدة العشرة بالمئة رغم أنها نسبة عشوائية إلى حد ما لضمان اتساق التصنيف بين أشكال الاستثمار الأجنبي في إحصاءات مختلف الدول، حيث لوحظ وجود عدم تماثل في بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للاقتصاديات المختلفة، بسبب التباين في تعريفها للاستثمار الأجنبي المباشر وتباين الأسس التي يتم على أساسها احتساب تدفق الاستثمار. ويتميز هذا الشكل من أشكال التدفقات المالية عن غيره من الأشكال الأخرى بأنه يتضمن تحركات رأس المال ليس فقط في شكل حصص ملكية وإنما في شكل آلات وتكنولوجيا ومعرفة ومهارات، كما أن حق المستثمر الأجنبي في اتخاذ القرار والرقابة على المجالات أو المشروعات التي يتم فيها الاستثمار تقلل عنصر المخاطرة، وهذا الحق لا يتوفر لمجالات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية⁽¹⁰⁾.

وعلى الرغم من أن الاستقرار السياسي يمثل العامل الأهم الذي يسهل تدفق كلا النوعين من الاستثمار، إلا أن ما يحفز مستثمري محفظة الأوراق المالية هو العائدات المالية لاستثماراتهم عبر الزيادة في قيمة رأس المال وأرباح الأسهم، لذلك فهم يعلقون أهمية كبيرة على معايير عالية في كشف المعلومات وسهولة خروج رأس المال من البلد بنفس سرعة دخوله إليه، لأجل ذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات "بالأموال سريعة التنقل". من ناحية أخرى يهتم المستثمر الأجنبي المباشر بحجم ونمو السوق وتكاليف اليد العاملة، وغيرها من العوامل التي تساهم في تخفيض تكلفة العملية الإنتاجية⁽¹¹⁾.

ويتميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن الاستثمار المحفطي في المقام الأول وفقاً لمدى السيطرة التي تمنح للمستثمر، فالاستثمار المباشر يسمح للمستثمر بالحصول على تأثير دائم على الشركة وعلى قدر مبالغته على إدارتها في حين يمثل الاستثمار المحفطي جميع الاستثمارات الأخرى، بما في ذلك شراء الأصول المالية إذا كان الغرض منها عدم الحصول على سيطرة على إدارة الأصول الحقيقية التي تكمن وراء هذه الأصول المالية، ومن الأمثلة الأخرى عن الاستثمار المحفطي سندات الدين للشركات، الرهون العقارية، وعقود الإيجار والامتيازات⁽¹²⁾.

وعلى العموم يميل العديد من الاقتصاديين إلى تمييز الاستثمار الأجنبي المباشر عن غير المباشر، من خلال بعدين⁽¹³⁾:

■ **البعد الإداري:** أي من خلال درجة السيطرة التي يمارسها المستثمرون الأجانب على إدارة شركة ما، حيث يصنف الاستثمار عادة على أنه استثمار مباشر إذا كانت حصة الأسهم أكبر من 10%، لكن هذا المعيار لا يكون صحيحا دوماً، ففي بعض الأحيان يكون لمستثمر حصة أصغر، ودورا أكثر نشاطا من مستثمر يمتلك حصة أكبر ومع ذلك لا يضطلع بدور نشط في إدارة المشروع المعني.

■ **البعد الزمني:** ووفقا لهذا البعد يتميز الاستثمار الأجنبي غير المباشر بكونه قصير الأجل مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر، فالغاية الكامنة وراء تدفقه هو المشاركة في إيرادات المشاريع المحلية من خلال المكاسب الرأسمالية وأرباح الأسهم، ومن المهم بالنسبة للمستثمر الأجنبي غير المباشر أن يكون رأس المال سهل التحويل إلى البلد الأم، أما عند تعهد الشركات عابرة القارات بالاستثمار الأجنبي المباشر فإنها تكون أكثر اهتماما بالوصول إلى الأسواق والموارد، ودعم قدرتها التنافسية. وعموما تميل هذه الشركات إلى الأفق الاستثماري طويل الأمد أكثر من مستثمري الحوافز المالية. إلا أن دوافع قوى الاستثمار ليست بهذا الوضوح الصارخ دائما، لاسيما في حالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر برأس المال المخاطر، إذ يميل الأفق الاستثماري إلى أن يكون أطول أجلا. وفي هذه الحالة ومع وجود سيطرة إدارية طويلة الأجل من الصعب التفريق بين نوعي الاستثمار الأجنبي.

2 - عوامل جذب الاستثمارات الأجنبية

إن قرار الاستثمار في دولة معينة يعتمد على عدة محددات من حيث مدى تحقيقها لأهداف وطموحات الشركات الأجنبية المستثمرة. فقرار الشركة بالاستثمار في دولة معينة يتوقف على ملائمة المناخ الاستثماري السائد، ويقصد بالمناخ الاستثماري مجمل الأوضاع المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية وتأثير تلك الأوضاع والظروف سلبا أو إيجابا على فرص ونجاح المشروعات الاستثمارية ومن ثم حركة واتجاهات الاستثمارات، وهي تشمل الأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية والأمنية، كما تشمل الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية⁽¹⁴⁾.

يتضح مما سبق أن المناخ الاستثماري لا يقف عند حدود العوامل الاقتصادية ولكنه يتجاوز ذلك إلى الظروف السياسية والقانونية. ورغم أن الدراسات تشير إلى أن المخاطر السياسية ليست المؤثر الأول في اتجاه الاستثمارات الدولية، ولكن تحتل المكانة الثانية بعد تأثير الاعتبارات الاقتصادية. ومع ذلك يمكن القول أن عدم الاستقرار السياسي من أهم المؤثرات على اتجاه تدفق الاستثمار الدولي، حيث ينعكس الاستقرار السياسي والأمني على وجود الاستثمارات الدولية واحتمال زيادتها. وعموما ينفر المستثمر الأجنبي من النظم السياسية كثرة التدخل في الشؤون العامة للاقتصاد، والتي تفرض قيودا كثيرة على الاستثمار، ولا يأتي المستثمر الأجنبي للاستثمار في أي بلد إلا بعد أن يطمئن للنظام السياسي القائم ومدى استقرار ذلك النظام، حيث لا يتوقع أن يقوم المستثمر بإنشاء مشروعات استثمارية في دولة تنعدم فيها مظاهر الاستقرار السياسي وتتغير فيها الحكومة بصورة سريعة. كما أن للنظام السياسي الذي تنتهجه الدولة تأثيرا على اتجاه الاستثمارات الأجنبية، فالدولة الديمقراطية التي تتسم بسياستها بالوضوح واحترام الحقوق، والالتزام بنصوص الدستور والقانون، تجعل المستثمر يشعر بالأمان، مما يشجعه على استثمار أمواله في تلك الدولة، بينما النظم الدكتاتورية التي لا يسود فيها احترام القانون، يعرض المستثمر الأجنبي عن توجيه نشاطه نحوها⁽¹⁵⁾.

كما تعتمد الاستثمارات الأجنبية بصفة رئيسة على وجود إطار تشريعي وتنظيمي يحكم أنشطة الاستثمار المباشر، يتسم بالوضوح والاستقرار والشفافية، ويكون متوافقا مع القواعد والتنظيمات الدولية الصادرة لحكم وحماية المستثمر، ويقدم

ضمانات كافية لحمايته من أنواع معينة من المخاطر مثل التأمين، المصادرة، نزع الملكية... الخ، وتكفل له حرية تحويل الأرباح للخارج. كما لا يمكن تجاهل تأثير البيئة التنظيمية والمؤسسية في الدولة المضيفة على تدفق الاستثمارات الدولية، فكلما كان النظام الإداري القائم على إدارة الاستثمار يتميز بسلاسة الإجراءات ووضوحها، وعدم تفشي البيروقراطية، وتبسيط قواعد الموافقة على الاستثمار أدى ذلك إلى جذبه والعكس الصحيح⁽¹⁶⁾.

أما أهم المحددات الاقتصادية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر فتتمثل فيما يلي⁽¹⁷⁾:

♦ حجم السوق الحالي أو المتوقع في الدولة المراد الاستثمار فيها، فالسوق الصغير لا يشجع على الاستثمار. ومن المقاييس المستخدمة للاستدلال على حجم السوق: عدد السكان ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الدخل الوطني... الخ.

♦ درجة الانفتاح على العالم الخارجي، حيث يميل المستثمر الأجنبي إلى التوجه نحو الاقتصاديات المفتوحة، التي تتميز بعدم وجود أية قيود على حركة التبادل التجاري الأمر الذي يضمن حسن الكفاءة الاقتصادية في توجيهها.

♦ تكلفة عناصر الإنتاج، من أيد عاملة ومواد أولية وغيرها، فكلما كانت هذه التكاليف في دولة معينة منخفضة كلما تشجعت الشركات الأجنبية على الاستثمار في تلك الدولة.

♦ النظام الضريبي وحجم وشكل الإعفاءات الجمركية وغيرها من الحوافز التي تمنح للاستثمارات الأجنبية لجذبها. إلا أن دورها محدود، لاسيما عندما تمنح هذه الحوافز لتكون عوضاً عن انعدام المزايا النسبية الأخرى في الدولة المضيفة للاستثمار.

♦ وجود سوق مالية منظمة تعتمد التكنولوجيا المتقدمة في الإفصاح وبث المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية، تردع أنظمتها وتعاقب المخالفين لتعليمات تداول الأسهم فيها. وذلك بالإضافة إلى توفر السيولة في تلك الأسواق بشكل يتيح للمستثمر الدولي حرية الدخول إليها والخروج منها بسهولة ودون تحقيق خسائر كبيرة⁽¹⁸⁾.

♦ مدى توفر الموارد البشرية وعناصر الإدارة الكفؤة في الدول المراد الاستثمار فيها.

♦ توفر البنية التحتية مثل الطرق، وخدمات الكهرباء والاتصالات والمرافق الأخرى، ولهذه البنية علاقة بحجم الاستثمار فهي تسهم في تقليل تكلفة الأعمال، لذلك تعتبر الدول التي تتوفر فيها هذه البنية جاذبة للاستثمار.

♦ استقرار وثبات البيئة الاقتصادية الكلية، الانفتاح على العالم الخارجي وتحرير الاقتصاد والتي تعد متطلبات أساسية لتدفق الاستثمار.

♦ مستوى الخدمات الصحية والتعليمية التي تقدمها الدولة لأفرادها، بالإضافة إلى الأوضاع المعيشية لأفراد المجتمع والعادات والتقاليد، وهي عوامل تؤثر بشكل أو بآخر على سلوك المستثمر الأجنبي.

3- أهمية مساهمة الاستثمار الأجنبي في التنمية الاقتصادية

تنتج أهمية مساهمة الموارد الأجنبية في عملية التنمية الاقتصادية بالدول النامية من عدة عوامل أهمها⁽¹⁹⁾:

❖ ضخامة رؤوس الأموال التي تمتلكها الاستثمارات الأجنبية وما ينتج عنها من مزايا وفوائد أهمها:

- توفير الأموال اللازمة لتغذية مشروعات التنمية الاقتصادية المختلفة، حيث يساهم انسياب رؤوس الأموال الأجنبية في توفير موارد النقد الأجنبي.

- تخفيف الضغط على المدخرات المحلية، وهو ما يترتب عليه زيادة في حجم الاستهلاك والطلب الكلي وبالتالي زيادة الدخل وتحسين مستوى المعيشة.

- زيادة عمق وسيولة سوق الأوراق المالية، كما يتيح إصدار أدوات دين أطول أجلا وأقل كلفة من القروض المصرفية مما يزيد من ربحية الشركات ويزيد من معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام. وبذلك فإن الاستثمار المحفزي يحقق منافع عديدة للدول النامية، فهو يساهم إسهاما فعالا في تنشيط أسواقها المالية وفي تطويرها.
- لا ينشأ عن مساهمة الاستثمار الأجنبي مديونية، حيث لا يتولد عنه التزامات تعاقدية بدفع مبالغ محددة في أوقات محددة مثل القروض، فالالتزام بتحويل الأرباح إلى الخارج يتمتع من الناحية التمويلية بقدر من المرونة، ولا تلقي عبئا ثقيلا على موازين المدفوعات مثل خدمة الدين عند التمويل باستخدام القروض.
- انعدام الاشتراطية التي أصبحت تلازم المساعدات الرسمية وغير الرسمية والتي تكون غير ملائمة ونمط التنمية المستهدف.

❖ امتلاك أحدث أساليب التقنية الإنتاجية والتي من شأنها أن تساهم في:

- استغلال الموارد الاقتصادية المحلية استغلالا أمثل وتشغيل العاطل منها.
- زيادة الإنتاج بسبب رفع كفاءة الموارد الاقتصادية وزيادة إنتاجيتها.
- زيادة وتحسين جودة الإنتاج المحلي ورفع قدرته التنافسية.
- زيادة تأهيل اليد العاملة المحلية ورفع قدرتها في التعامل مع الأساليب الفنية الحديثة للإنتاج.

❖ امتلاك الأساليب الإدارية المتطورة وما ينتج عن ذلك من:

- حسن استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة وتقليل الفاقد منها.
- الاستفادة من عنصر الزمن في العمليات الإنتاجية المختلفة وذلك عن طريق ضبط عمليات الحضور والغياب والمراقبة الحديثة للمنتجين وكيفية تشغيلهم للآلات والمعدات والحرص على توفير المواد الخام وقطع الغيار في الوقت المناسب ودون إهدار أو تضییع للوقت.
- إتباع طرق التخزين العلمية الحديثة سواء من حيث السعة التخزينية وعمليات التصنيف والتبويب أو من حيث التغليف وطرق المناولة... الخ.

❖ القدرة على ترويج وتسويق وبيع المنتجات:

- إن معظم أو كل الشركات الدولية لها القدرة على ترويج وتسويق وبيع المنتجات التي تقوم أو تشارك في إنتاجها وذلك بما تمتلكه من شهرة واسم تجاري يساعد على رفع القدرة التنافسية لهذه المنتجات وتسهيل عملية تسويقها وبيعها في أسواق أوسع. إضافة إلى أن معظم هذه الشركات لها فروع ومراكز تسويق منتشرة في عدة أسواق، وتستطيع من خلالها ترويج وتسويق وبيع هذه المنتجات.

- ❖ تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد الحاسبية ونظم التقارير، وعلى رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي، لاسيما المستثمر المؤسسي، لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعومات والإفصاح الجيد وأيضا طلبه توافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة، الحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة.

❖ يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أثرها في اجتذاب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع على تنشيط الاستثمار الأجنبي.

وبالرغم من هذه المزايا التي قد تسهم تدفقات الاستثمارات الأجنبية في تحقيقها إذا ما أحسن استغلالها وتوجيهها بالشكل المناسب في الاقتصاد، ففي الوقت نفسه تخلف بعض الآثار السلبية يؤدي إلى تقليل فعالية الدور الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي المباشر في تحقيق الأهداف المتوخاة منه، فقد تفوق التحويلات المباشرة وغير المباشرة للشركات عابرة القارات الوفرة في النقد الأجنبي الناتج عن انتهاج سياسة إحلال الواردات أو عوائد الصادرات والتدفقات المبدئية لرأس المال، مما يكون له أثر سلبي على ميزان المدفوعات. كما أن هذا الاستثمار لا يساهم بالضرورة في بناء قاعدة تكنولوجية وطنية في الدول التي يتجه إليها، فالطرق الفنية للإنتاج التي يقوم بإدخالها قد لا تتوافق مع ظروف البلد المستثمر فيه ومع نسب توفر عوامل الإنتاج، ولا يقوم المستثمر الأجنبي بتغيير هذه الطرق بما يتلاءم مع هذه الظروف. كما يشكك في الدور الذي تلعبه الشركات عابرة القارات في التنمية الاقتصادية، فهي تسبب خللاً اقتصادياً ونمواً مشوهاً، ذلك لأن دورها في التنمية هو دور غير ثابت وغير متوازن، فقد ينمو قطاع على حساب قطاع، أو طبقة على حساب طبقة. كما انتقدت الاستثمارات الأجنبية كونها تصدر للمجتمعات المحلية أنماطاً سلوكية وحضارية وعادات وتقاليد لا تتماشى وتقاليد تلك المجتمعات⁽²⁰⁾.

ومن الأضرار الأخرى، التي تتسبب فيها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، إيذاء الصناعات المحلية بسبب قدرتها التكنولوجية وخبرتها في التسويق والإعلان، فتؤدي المنافسة الشديدة إلى تراجع نشاط الشركات المحلية أو حتى إغلاقها كلياً. وبالتالي يكون الأثر الصافي للاستثمار الأجنبي على مستوى التشغيل سالباً وبدل أن يؤدي إلى تخفيض مستوى البطالة نجده يساهم في تفاقمها، خاصة إذا اعتمدت الشركات عابرة القارات على صناعات وتكنولوجيا قليلة العمالة، ناهيك عن الأضرار التي قد تلحقها هذه الاستثمارات بالبيئة في غياب الرقابة من تلوث واختلال في التوازن... الخ⁽²¹⁾.

كما أن الاستثمار المحفطي ينطوي على قدر من المخاطر، أهمها أنه يتم لاعتبارات المضاربة، وقد يقوم على معدلات تفضلية لسعر الفائدة وتوقعات سعر الصرف، وليس على أساس اعتبارات طويلة الأجل، وتكون حركتها عادة نتيجة لتشوهات المخاطر المعنوية من الضمانات الضمنية لسعر الصرف أو استعداد الحكومات لإنقاذ النظام المصرفي. والاستثمارات المحفظة هي أول من يسارع إلى الهرب في أوقات الاضطرابات، وكانت مسؤولة عن دورات الازدهار والإفلاس في فترة التسعينات⁽²²⁾.

فالاستثمارات المحفظة قد تتسبب في آثار سلبية على الاقتصاد المحلي إذا ما كانت في صورة استثمارات قصيرة الأجل شديدة التقلب، وتنشأ المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التدفقات نتيجة لاحتمال اتخاذ المستثمر الأجنبي قراراً مفاجئاً بمغادرة البلد الذي يستثمر فيه. ويتخذ المستثمر عادة هذا القرار عندما يفقد ثقته في اقتصاد البلد المعني وذلك بسبب تعرضه لصدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع، أو ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأوراق المالية أو حدوث تقلبات في أسعار الصرف أو أسعار الفائدة والتي تعد من أهم العوامل التي تؤثر سلباً على الاستثمار في الأسواق المالية. وفي مثل هذه الحالات يسارع المستثمر الأجنبي إلى تصفية استثماراته في ذلك البلد، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة تقلبات أسعار الأصول المالية، كما قد يؤدي إلى مزيد من تقلبات أسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو كليهما، بالإضافة إلى ذلك إذا كان رصيد الاحتياطيات الدولية

عند مستوى منخفض، فإن ذلك قد يسبب أزمات في ميزان المدفوعات وكل ذلك قد يخلق تيقنا بالنسبة للمستثمر، ويحدث ارتدادا عكسيا لمثل هذه التدفقات الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى إلحاق أضرار جسيمة بالاقتصاد الوطني ككل⁽²³⁾.

ومن هنا فإنه يتعين على الدول المتلقية للاستثمار أن تشجع استثمارات المحفظة طويلة الأجل والأنواع الأكثر استمرارية حيث إنها تسهم في النمو الاقتصادي لهذه الدول وتقلل من مخاطر تقلب الأنواع المضاربة من تدفقات المحفظة.

ثانياً: اختبار تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي على نشاط بورصة عمان

سنحاول اختبار هذا الأثر من خلال تقدير نماذج انحدار متعدد

1- متغيرات الدراسة

تتمثل المتغيرات المستقلة في:

- نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونرمز له بـ "FDI"،
- نسبة الاستثمار المحفطي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونرمز له بـ "PI"،
- وقد اعتمدنا على نشرة الإحصاءات الاقتصادية للدول العربية⁽²⁴⁾ التي يعدها صندوق النقد العربي للحصول على المتغيرات المستقلة خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2014.

أما المتغيرات التابعة فتتمثل في بعض المؤشرات التي تقيس نشاط وتطور السوق المالي⁽²⁵⁾:

- نسبة القيمة السوقية: MarketCapitalizationRatio ونرمز لها بـ "MCR"، وتمثل قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المؤشر قدرة السوق المالي على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرته على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق.
- نسبة حجم التداول: Value Traded Ratio ونرمز لها بـ "VTR"، وتمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.
- معدل الدوران: Turnover Ratio ونرمز له بـ "TR"، ويشير إلى قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسومة على القيمة السوقية، وهو بذلك يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق.
- الرقم القياسي لأسعار الأسهم: ونرمز له بـ "Index"، وتعتبر من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.

جدول رقم 1: نسبة التزام الشركات المدرجة في بورصة عمان بالإفصاح

عن البيانات المالية الدورية للسنوات 2012-2015

2015	2014	2013	2012	البيانات الدورية
%89.1	%92.6	%91.3	%90.22	نتائج الأعمال الأولية
%84.4	%81.3	%85.6	%63.9	التقرير السنوي
%86	%85.5	%85.4	%87.6	التقرير نصف السنوي

المصدر: هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2015، انظر: <http://www.jsc.gov.jo/library/635995107208802178.pdf>

اعتمدنا على الإحصائيات المتوفرة في الموقع الرسمي لبورصة عمان للحصول على بيانات المتغيرات التابعة. كما أوضحنا سابقاً سيتم في كل مرة تقدير نموذج انحدار متعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews8 لتحديد أثر المتغيرات المفسرة على كل متغير تابع، كما سوف نعتمد على مستوى معنوية 10% سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات، ويوضح الجدول رقم (2) عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستقلة والتابعة المستخدمة في الدراسة.

جدول رقم (2): عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستخدمة في الدراسة

	FDI	PI	MCR	VTR	TR	INDEX
Mean	8.530232	-0.856003	129.9926	52.94553	59.94313	2283.553
Median	6.138127	-2.115589	107.5218	25.66297	58.10000	2165.500
Maximum	24.45374	4.909123	298.7910	189.0314	102.1770	4259.700
Minimum	1.127113	-4.863113	58.50376	5.579674	11.25100	813.3000
Std. Dev.	6.119491	3.144600	70.37862	57.93466	32.42966	943.8520
Skewness	1.170151	0.333234	1.122747	1.160632	0.024255	0.360140
Kurtosis	4.027568	1.784400	3.305833	3.053144	1.456055	2.739144
Jarque-Bera	4.083067	1.201164	3.209860	3.369434	1.491324	0.366781
Probability	0.129829	0.548492	0.200904	0.185497	0.474420	0.832443
Sum	127.9535	-12.84004	1949.889	794.1829	899.1470	34253.30
Sum Sq. Dev.	524.2744	138.4391	69344.10	46989.95	14723.56	12471992
Observations	15	15	15	15	15	15

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

2- الصيغة الرياضية للنموذج

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 FDI_i + \beta_2 PI_i + \mu_i$$

حيث:

Y : المتغير التابع والذي يتم استبداله في كل مرة بأحد مؤشرات السوق المالية.

μ_i : حد الخطأ الذي يجب إضافته للنموذج ليعتبر بعنفاً المتغير التبعي على النموذج لتدريجاً سبباً معينة.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ تمثل معالم النموذج

i : يعبر عن عدد المشاهدات وتمثل 15 مشاهدة.

3- اختبار الفرضيات

قد يكون النموذج المبني من طرفنا صحيحاً أو غير صحيح، وتثبت صحته من خلال اختبار.

❖ اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات: ويتم ذلك من خلال دراسة المعنوية الإحصائية لمعاملات الانحدار المقدرة لكل

متغير مفسر على حده باستخدام اختبار Student، والذي يستخدم لتقييم معنوية تأثير المتغيرات التفسيرية في المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي المتعدد⁽²⁶⁾.

وانطلاقاً من الفرضيات التالية:

$$H_0 : \beta_j = 0$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0$$

عند مستوى معنوية 10% نقارن t المحسوبة بـ t الجدولة، حيث أن t الجدولية تساوي $t_{14}^{0.05} = 1.76$ فإذا كانت t المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من t الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: ولدراسة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل نستخدم على اختبار Fisher، ويستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث تستخدم الإحصائية الفرضية التالية: (27)

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_K = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0 \vee \beta_1 \neq 0 \vee \beta_2 \neq 0 \vee \dots \beta_K \neq 0$$

ونقارن F المحسوبة بـ F الجدولية عند درجة حرية البسط $(k-1)$ ودرجة حرية المقام $(n-k)$ فإذا كانت F المحسوبة أكبر من F الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أنه يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر والنموذج ككل له معنوية.

❖ اختبار جودة التوفيق والارتباط: وذلك باستخدام معامل التحديد المعدل $\bar{R}^2$ الذي يشير إلى النسبة التي يمكن تفسيرها من التغير الكلي في المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة المدرجة في دالة الانحدار المتعدد. أي هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع (28).

وتتراوح قيمة معامل التحديد بين الصفر والواحد، فإذا كان يساوي واحد فإن هذا يعني أن المقدرة التفسيرية للنموذج كاملة وأن جودة التوفيق عند حدها الأقصى، أما إذا كان يساوي صفراً فإن هذا يعني أن المقدرة التفسيرية للنموذج منعدمة وأن جودة التوفيق عند الحد الأدنى.

❖ اختبار داربن واتسون (Durbin Watson Test): ويعتبر هذا الاختبار من أهم الاختبارات الإحصائية التي تستخدم في الكشف عن الارتباط الذاتي، وذلك باستخدام إحصائية الاختبار (d) والتي تأخذ قيمة دنيا (dl) أو قمة عليا (du) .

4- تقدير وتقييم النماذج

باستخدام برنامج *Eviews* تم التوصل إلى النتائج التالية:

النموذج الأول: نسبة القيمة السوقية

وكانت نتائج تقدير النموذج على النحو التالي:

$MCR = 81.64 + 6.46FDI + 7.93PI$		
(3.29)	(2.81)	(1.77)
$R^2 = 0.64 \quad \bar{R}^2 = 0.58$		
$F=10.65$	$Prob = 0.0021$	$DW=1.58$

وتوضح نتائج التقدير أن معلمات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، تأخذ إشارة موجبة وهو ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معلمات النموذج أنه:

- ✓ من أجل المعامل β_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 3.29 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_0 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
 - ✓ من أجل المعامل β_1 للمتغير التفسيري (FDI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.81 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
 - ✓ من أجل المعامل β_2 للمتغير التفسيري (PI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 1.77 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_2 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- سننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

- إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي عند درجة حرية البسط 2 ودرجة حرية المقام 12 نجد $F_{12}^2 = 3.89$ وبما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائياً.

- معامل التحديد المعدل $\bar{R}^2$: والذي قدر بـ 0.58 والذي يدل على أن 58% من التغير في نسبة القيمة السوقية مفسر من قبل الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، وهذا يعني أن النموذج مقبول.

- إحصائية دارين واتسن: وقدرت بـ 1.92 وهو ما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية بما أن $dl=0.94$ و $du=1.54$.

وتوضح نتائج التقدير أن نسبة القيمة السوقية ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، حيث أن تغير FDI و PI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في نسبة القيمة السوقية بـ 6.46 و 7.93 على التوالي.

النموذج الثاني: نسبة حجم التداول

وكانت نتائج تقدير النموذج على النحو التالي:

$$VTR = 1.73 + 6.46FDI + 4.56 PI$$

$$(0.09) \quad (3.71) \quad (1.35)$$

$$R^2 = 0.69 \quad \bar{R}^2 = 0.64$$

$$F=13.71 \text{ Prob} = 0.0007 \quad DW=1.88$$

وتوضح نتائج التقدير أن معلمات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي تأخذ إشارة موجبة، وهي نتيجة مقبولة اقتصادياً. كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معلمات النموذج أنه:

- ✓ من أجل المعامل β_0 الثابت نلاحظ أن t تساوي 0.09 وهي أقل من t الجدولية وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة β_0 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- ✓ من أجل المعامل β_1 للمتغير التفسيري (FDI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 3.71 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- ✓ من أجل المعامل β_2 للمتغير التفسيري (ED) نلاحظ أن t تساوي 1.35 وهي أقل من t الجدولية وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة β_2 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستيودنت تبين أن كل من β_0 و β_2 ليس لها معنوية إحصائية، لذلك سيتم حذفها من النموذج ليصبح بالشكل التالي:

$$VTR = 6.67FDI$$

$$(7.65)$$

$$R^2 = 0.63 \quad DW=1.99$$

سننتقل لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

- معامل التحديد R^2 : قدر بـ 0.63 والذي يدل على أن 63% من التغير في نسبة حجم التداول مفسر من قبل الاستثمار الأجنبي، أي أن النموذج مقبول.
- إحصائية داربن واتسن: وقدرت بـ 1.99 وهو ما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.
- وتوضح نتائج التقدير وجود علاقة طردية بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ونسبة حجم التداول، حيث أن تغير FDI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير هذه الأخيرة بـ 6.67.

النموذج الثالث: معدل الدوران

وقد كانت نتائج التقدير على النحو التالي:

$$TR = 42.06 + 2.54FDI + 4.38 PI$$

$$(3.55) \quad (2.31) \quad (2.04)$$

$$R^2 = 0.61 \quad \bar{R}^2 = 0.55$$

$$F=9.47 \quad Prob = 0.0034 \quad DW=1.96$$

وتوضح نتائج التقدير أن معاملات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، تأخذ إشارة موجبة وهو ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:

- ✓ من أجل المعامل β_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 3.55 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_0 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

- ✓ من أجل المعامل β_1 للمتغير التفسيري (FDI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.31 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- ✓ من أجل المعامل β_2 للمتغير التفسيري (PI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.04 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_2 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- سنتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:
- إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي عند درجة حرية البسط 2 ودرجة حرية المقام 12 نجد $F_{12}^2 = 3.89$ وبما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائياً.
 - معامل التحديد المعدل $\bar{R}^2$: والذي قدر بـ 0.55 والذي يدل على أن 55% من التغير في معدل الدوران مفسر من قبل الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، وهذا يعني أن النموذج مقبول.
 - إحصائية دارين واتسن: وقدرت بـ 1.96 وهو ما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية بما أن $du=1.54$ و $dl=0.94$.
- وتوضح نتائج التقدير أن معدل الدوران يرتبط بعلاقة طردية مع كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، حيث أن تغير FDI و PI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في معدل الدوران بـ 2.54 و 4.38 على التوالي.

النموذج الرابع: الرقم القياسي لأسعار الأسهم وقدرت النتائج على النحو التالي:

$$\begin{aligned} index &= 1740 + 75.56 FDI + 119.10 PI \\ &\quad (4.92) \quad (2.30) \quad (1.86) \\ R^2 &= 0.59 \quad \bar{R}^2 = 0.52 \\ F &= 8.67 \quad Prob = 0.0046 \quad DW = 1.27 \end{aligned}$$

- وتوضح نتائج التقدير أن معاملات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، تأخذ إشارة موجبة وهو ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أنه:
- ✓ من أجل المعامل β_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 4.92 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_0 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛
- ✓ من أجل المعامل β_1 للمتغير التفسيري (FDI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.30 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛

- ✓ من أجل المعامل β_2 للمتغير التفسيري (PI) نلاحظ أن قيمة t تساوي 1.86 وهي أكبر من t الجدولية وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة β_2 لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 10%؛ سننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:
- إحصائية فيشر: بالاستعانة بالجدول المالي عند درجة حرية البسط 2 ودرجة حرية المقام 12 نجد $F_{12}^2 = 3.89$ وبما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائياً.
- معامل التحديد المعدل $\bar{R}^2$: والذي قدر بـ 0.52 والذي يدل على أن 52% من التغير في نسبة القيمة السوقية مفسر من قبل الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، وهذا يعني أن النموذج مقبول.
- إحصائية داربن واتسن: وقدرت بـ 1.57 وهو ما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية بما أن $du=1.54$ و $dl=0.94$.
- وتوضح نتائج التقدير أن مؤشر السوق يرتبط بعلاقة طردية مع كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، حيث أن تغير FDI و PI بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير في مؤشر السوق بـ 75.56 و 119.10 على التوالي.

5- نتائج الدراسة القياسية

يعد الاستثمار الأجنبي من أهم أوجه النشاط الاقتصادي في الواقع المعاصر، لما له من آثار على التنمية الاقتصادية، ذلك لكونه قناة رئيسة يتدفق عبرها رأس المال والخبرة العلمية والفنية، لذلك عملت الدول مجتهدة على تنظيم معاملاته وتقرير الضمانات له وتحرير أسواقها المالية، نظراً لما يحققه الاستثمار المذكور من منافع، فمن المتوقع أن يساهم في زيادة السيولة وزيادة حجم التداول، ويساعد الشركات على تطوير أنشطتها وتوسيعها وزيادة التطور الإداري والتكنولوجي للشركة، كما ساهم في زيادة الإفصاح المالي للشركة مما يدل على أن الاستثمار الأجنبي ساهم في تطوير الأسواق المالية، وهو ما حاولنا اختباره من خلال هذه الدراسة.

اتضح من خلال الدراسة القياسية أن مساهمة الاستثمار الأجنبي في تفسير التغيرات في مؤشرات بورصة عمان متواضعة تراوحت بين 52% و 63%، وهذا راجع على الأرجح إلى كون بورصة عمان تعتبر سوق ناشئ مقارنة بالأسواق الأخرى المحيطة بها، إضافة إلى التوترات التي تشهدها المنطقة في الوقت الراهن والتي تؤثر بالتأكيد على تدفق الاستثمارات الأجنبية، وقد تعود أسباب انخفاض نسبة مساهمة الاستثمار الأجنبي ببورصة عمان إلى:

- وجود أسواق مالية تشجع الاستثمار الأجنبي أكثر كسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية حيث بلغت نسبة تعاملات الأجانب من التداول 43.8% و 41.1% بهذين السوقين على التوالي في 2014 في حين لم تتجاوز هذه النسبة 16.5% في بورصة عمان.

- صغر حجم التداول (والذي بلغ 3192.4 مليون دولار في 2014) مقارنة بالأسواق العربية كالسوق المالية السعودية (572403.2 مليون دولار) وسوق دبي المالي (103839.5 مليون دولار) وحتى بورصة قطر (54720.69 مليون دولار).

من خلال الدراسة القياسية توصلنا إلى بعض النتائج، وهي:

- ارتبطت نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي بعلاقة طردية بكل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة، كما ساهمت معا في تفسير التغيرات في MCR بنسبة 58%.
- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الاستثمار المحفطي ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي، فوحده الاستثمار الأجنبي المباشر ساهم في تفسير التغيرات في VTR بنسبة 63%.
- ارتبط معدل الدوران بعلاقة طردية بكل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة، كما ساهمت معا في تفسير التغيرات في TR بنسبة 55%.
- ارتبط مؤشر السوق بعلاقة طردية بكل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة، والتي ساهمت في تفسير التغيرات في INDEX بنسبة 52%.

الهوامش و الإحالات:

- ¹ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، (1987): تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، ص. 14.
- ² - قادري عبد العزيز، (2006): الاستثمارات الدولية: التحكيم التجاري الدولي ضمان الاستثمارات، الطبعة الثانية، دار هومة: الجزائر، ص. 26.
- ³ - تشام فاروق، (2006): الاستثمارات العربية: واقعها وآفاقها في ظل النظام العالمي الجديد، مؤتمر الاستثمار والتمويل: تطوير الإدارة العربية لجذب الاستثمارات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص. 37.
- ⁴ - هيدسون جون، هرنر مارك، (1987): العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة: منصور طه عبد الله، محمد علي محمد عبد الصبور، الطبعة 1، دار المريخ للنشر: الرياض، المملكة العربية السعودية، ص. 339.
- ⁵ - ONDO OSSA Albert, (1999): économie monétaire internationale, éditions ESTEM: Paris, France.p 139.
- ⁶ - القرشي محمد صالح، (2008): المالية الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص. 155.
- ⁷ - عبد الغفار هناء، (2002): الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية: الصين نموذجاً، الطبعة 1، بيت الحكمة: بغداد، العراق، ص. 14.
- ⁸ - نويز طارق، (2006): تقييم جودة إحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص. 3.
- ⁹ - المهجوج حسن رعدان، (2006): اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر الاستثمار والتمويل: تطوير الإدارة العربية لجذب الاستثمارات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص. 56.
- ¹⁰ - حسب الله محمد أميرة، (2005): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص. 19.

¹¹ - كفاليتسغ، (2001): عولمة المال، ترجمة رياض حسن، الطبعة 1، دار الفارابي (ANEP): بيروت، لبنان، ص. 41.

¹² - OMC, (2002): IED ET INVESTISSEMENT DE PORTEFEUILLE DANS LE CADRE D'UN ACCORD DE L'OMC SUR L'INVESTISSEMENT, p 1: <http://www.international.gc.ca/trade-agreements-accords-commerciaux/assets/pdfs/W142-f.pdf>:

- 13- عبد الغفار هناء، مرجع سبق ذكره، ص ص. 18-21.
- 14- جاتقي يعقوب علي، بانقا علم الدين عبد الله، (2006): تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي، مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص. 5.
- 15- محمد مبروك نزيه عبد المقصود، (2008): الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، ص. 91.
- 16- حسب الله محمد أميرة، مرجع سبق ذكره، ص. 37.
- 17- حربوش حسني علي، (1996): الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، المكتبة الوطنية: عمان، الأردن، ص. 202.
- 18- كنع شكري ماهر، عوض مروان، (2004): المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة 1، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص. 61.
- 19- الفرجاني سالم أحمد، (2006): المساهمة الأجنبية في الاستثمار المحلي: الأهمية والحدود، مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص ص: 2-4.
- 20- جواد شوقي ناجي، (2002): إدارة الأعمال الدولية: مدخل تطبيقي، الطبعة 1، الأهلية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص. 32-33.
- 21- MUCCHIELLI Jean- louis, MAYER Thierry, (2005): **Economie Internationale**, Dalloz: Paris, France. PP. 272-273.
- 22- لونجانيراكاش، رزين عساف، (2001): ما مدى فائدة الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية؟، مجلة التمويل والتنمية (المجلد 38، العدد 2)، ص. 7.
- 23- حسب الله محمد أميرة، مرجع سبق ذكره، ص. 48.
- 24- صندوق النقد العربي، نشرة الإحصاءات الاقتصادية للدول العربية، 2015.
- 25- عاطف وليم أندراوس، (2005): السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص ص: 96-97.
- 26- شينخي محمد، (2012): طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة 1، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص: 72.
- 27- السيف و وليد إسماعيل، مشعل أحمد محمد، (2003): الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة 1، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص: 236.
- 28- عطية عبد القادر محمد عبد القادر، (2005): الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص: 266-267.