

تاريخ الإرسال (2019-10-29)، تاريخ قبول النشر (2020-02-15)

د. طلال عبد الكريم القرعان

اسم الباحث:

جامعة العلوم الإسلامية العالمية / عمان-
الأردن

1 اسم الجامعة والبلد:

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address:

tqurran@yahoo.com

العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة (2008- 2018)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته، والتعرف على أثر كل من (حجم التداول والعائد على الأسهم والقيمة السوقية) و (الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم وسعر الفائدة) على الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان. تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، باستخدام بيانات الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2018)، وكذلك بعض المؤشرات الاقتصادية خلال نفس السنوات، أظهرت الدراسة وجود أثر دال إحصائياً للعوامل الداخلية ممثلة بحجم التداول والعائد على الأسهم والقيمة السوقية على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، كما أظهرت النتائج وجود أثر دال إحصائياً لكل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

كلمات مفتاحية: العوامل الداخلية – العوامل الخارجية – الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

Factors Affecting Foreign Indirect Investment in Amman Stock Exchange during the Period (2008-2018)

Abstract:

This study aimed to identify the concept of foreign investment and its importance, and to identify the impact of (trading volume, return on shares and market value) and (GDP, inflation rate and interest rate) on foreign investment in the ASE.

The descriptive analytical method was used, using the data of the stock companies listed in the ASE during the period (2008-2018), as well as some economic indicators during the same years, the study showed a statistically significant impact of the factors involved represented by the volume of trading, return on shares and market value on the volume of foreign investment. On the ASE, the results also showed a statistically significant impact on both the GDP and the inflation rate on the volume of foreign investment in the ASE.

Keywords: internal factors - external factors – foreign indirect investment.

مقدمة:

يعد الاستثمار الأجنبي على المستوى الاقتصادي الكلي مصدراً من مصادر التمويل الخارجي ولا يترتب عليه مديونية ولا التزامات بسداد مبالغ محددة في أوقات محددة كما في الدين الخارجي، أما على المستوى الاقتصادي الجزئي ينظر إلى الاستثمار الأجنبي بوصفه عاملاً مهماً في نقل المعرفة والتكنولوجيا المتقدمة للدول، وزيادة التجارة، وتحسين المهارات والخبرات الإدارية، وتنمية وتدريب الموارد البشرية، وإحداث تغيير في أنظمة التعليم والأنظمة المالية لمواجهة التحديات الجديدة الناجمة عن العولمة، وزيادة القدرة على الإنتاجية التي تعزز القدرات التنافسية للبلدان مما يؤثر إيجابياً على زيادة الصادرات، والتي قد تزيد من النمو الاقتصادي اللازم (Anitha, 2012).

وتدرك معظم الدول النامية الفائدة الحقيقية للاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمار الأجنبي غير المباشر على وجه الخصوص، وذلك لما يوفره من مزايا ومنافع اقتصادية كبيرة سواء بالنسبة للدول المستثمرة والدول المضيفة للاستثمار، ونتيجة لذلك تقوم معظم الدول بتبني سياسات واستراتيجيات هدفها تحسين المناخ الملائم لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر لتعزيز النمو الاقتصادي للدول، فالاستثمار الأجنبي يمكن أن يسد الفجوة في الموارد والإمكانيات غير المتوفرة في البلد المضيف للاستثمار الأجنبي (الفواز، 2016).

مشكلة الدراسة

إن دراسة الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعوامل التي تحدد اتجاهه وتحركاته تتطلب التركيز على ميزات التمركز بالدول المضيفة للاستثمار والنامية منها على وجه الخصوص، هذه الميزات غالباً ما تجد لها تحليلات وتفسيرات في النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر. وقد بينت العديد من نتائج الدراسات أن حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية يتأثر بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، حيث أثبتت دراسة جوشي (Joshi, 2017) أن القيمة السوقية للسهم، والعائد على الأسهم (EPS) تحظى بالأهمية القصوى لدى المستثمرين الأجانب عند اتخاذ قرارهم الاستثماري، وأن هناك بعض العوامل الخارجية تؤثر على حجم الاستثمار الأجنبي مثل السياسات الحكومية ومعدل نمو الصناعة كجزء من بيئة الاقتصاد الكلي، وبينت دراسة عواد (2016) أنه وعلى الرغم من انتهاج دول عديدة نامية سياسات اقتصادية وقانونية من شأنها زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى البلدان النامية، إلا إنه ما زالت هنالك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والتي تتمثل بالسياسات الحكومية وآليات استقرار الأسعار، ومعدلات الفائدة.

ومن خلال ما سبق يمكن إبراز مشكلة الدراسة من خلال الإجابة عن السؤال الرئيس : (ما هي العوامل المؤثرة على

الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان؟)

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- 1- التعرف على مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته .
- 2- التعرف على أثر كل من حجم التداول والعائد على الأسهم والقيمة السوقية على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

3- التعرف على أثر كل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم وسعر الفائدة على حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في توضيح أهم العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق عمان المالي، ويمكن إبراز هذه الأهمية من الناحيتين النظرية والتطبيقية كما يأتي:

- الأهمية النظرية: تبرز أهمية الدراسة النظرية من خلال بحثها في متغيرات الدراسة المتمثلة بحجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان (الاستثمار غير المباشر)، والعوامل الداخلية المؤثرة على هذا الاستثمار والمتمثلة بحجم التداول والعائد على الأسهم والقيمة السوقية، وكذلك العوامل الخارجية والمتمثلة بالناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم وسعر الفائدة.
- الأهمية العملية: تبرز أهمية الدراسة من الناحية العملية في أن نتائجها ستفيد متخذي القرارات بشأن الاهتمام بالعوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على الاستثمار الأجنبي والسعي نحو تحسين هذه العوامل لزيادة الاستثمار الأجنبي لما له من أهمية في تحسين الاقتصاد الوطني من مختلف النواحي.

فرضيات الدراسة

تختبر هذه الدراسة الفرضيات الآتية:

الفرضية الرئيسية الأولى

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الداخلية (حجم التداول - العائد على الأسهم - القيمة السوقية للأسهم) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان. ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية:

H01-1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للقيمة السوقية للأسهم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

H01-2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لحجم التداول على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

H01-3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعائد على الأسهم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

الفرضية الرئيسية الثانية

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية:

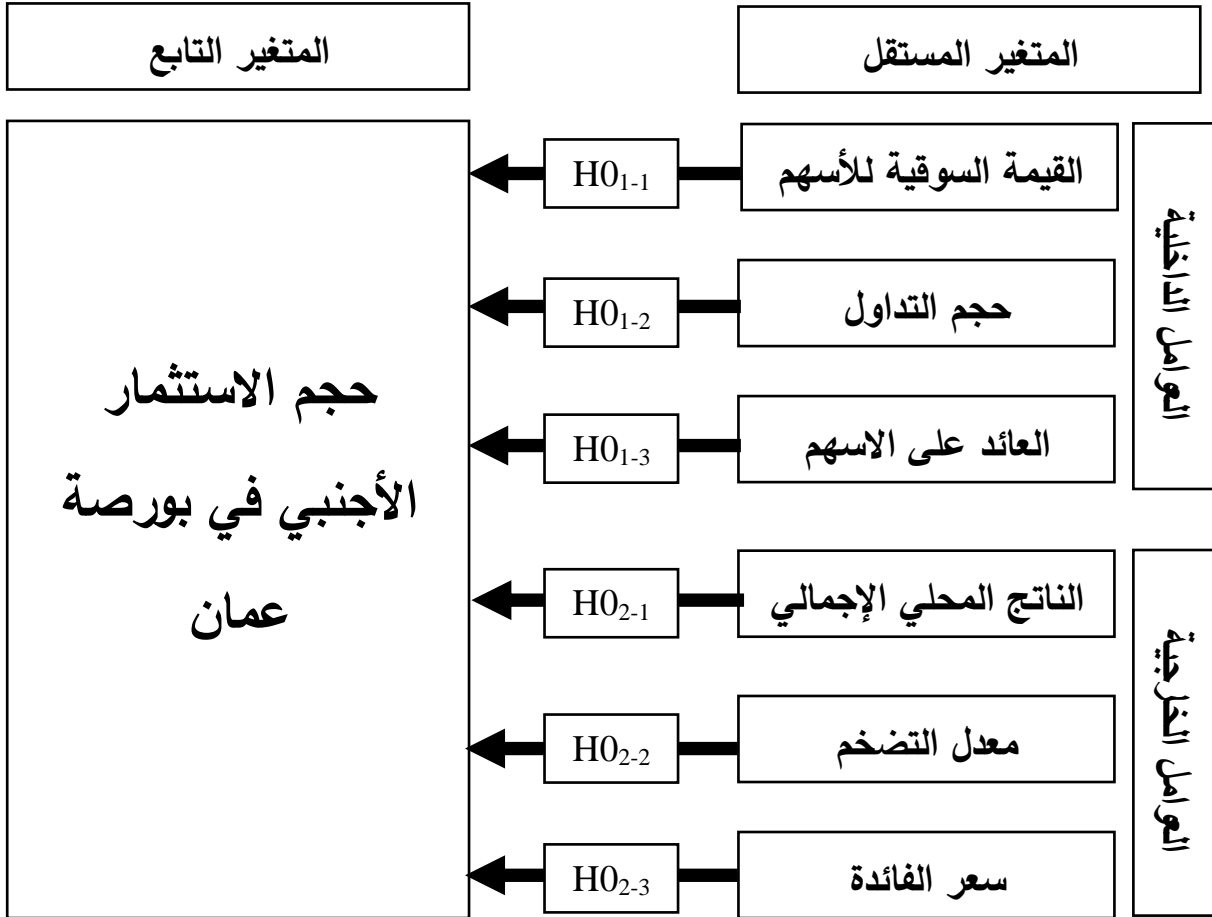
H02-1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للناتج المحلي الإجمالي على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

H02-2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمعدل التضخم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

H0₂₋₂: لا يوجد أثر ذو دلالة عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لسعر الفائدة على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

أنموذج الدراسة

يبين الشكل (1) أنموذج الدراسة



تم بناء أنموذج الدراسة من قبل الباحث وبالاعتماد على الدراسات السابقة، وكما يلي:

- العوامل الداخلية : (Joshi, 2017)، (Cordelia & Ekwe, 2017)، (Oseni & Enilolobo, 2011).
- العوامل الخارجية (Cahyaningsih, 2015)، (Njane, 2017)، (Malcus & Persson, 2018)، (عبد القادر وادريوش، 2015).

مصطلحات الدراسة

1- الاستثمار الأجنبي: عرف بوعشة وبن منصور (2015) الاستثمار الأجنبي غير المباشر 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". ويعني الاستثمار الأجنبي غير المباشر شراء بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دول ما عن طريق مقيمي دولة أخرى، ويعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في نصيب من أرباح الشركات التي قامت

بإصدار الأسهم، إلا أنه لا يترتب للمستثمرين وخلافاً للاستثمار المباشر حقوقاً للرقابة أو المشاركة بشكل مباشر في إدارة هذه الشركات (محمد، 2015). وتأتي أهمية الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية (الاستثمار غير المباشر) من أنه يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية (Evans, 2013).

2- العوامل الداخلية: يقصد بالعوامل الداخلية المؤشرات والبيانات ذات الصلة الداخلية بسوق الأوراق المالية والمنتمية إليها، وهناك العديد من هذه العوامل، تم اعتماد العوامل الآتية في هذه الدراسة:

- **حجم التداول:** عرف أبزاري (Abzari, 2012) حجم التداول على أنه: "عدد المعاملات التي تتم على الأسهم خلال فاصل زمني معين، يومي أو أسبوعي أو شهري وغير ذلك، ويمكن لهذا الحجم أن يعطينا فكرة عن آراء المستثمرين في السوق عن شركة ما". ويعبر حجم التداول عن قيمة ما يتم تداوله من أوراق مالية من خلال العديد من الأسعار خلال مدة زمنية محددة، حيث أن حجم التداول يعكس القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة عبر فترة من الزمن وفي الغالب تكون سنة كاملة (Lo & Wang, 2016)، ويعرف حجم التداول على أنه: "قيمة الأسهم التي جرى تداولها بين البائعين والمشتريين في سوق التداول المالي، خلال مدة زمنية محددة (طاهر وحسن، 2013).

- **العائد على الأسهم:** يعرف العائد على السهم على أنه: "إجمالي الدخل الذي يحققه السهم في كل عام للمستثمر ويتم الحصول عليه من قبل إدارة الشركة وذلك عند القيام بتوزيع الأرباح" (Ahren, 2014). والعائد على السهم هو ما يحققه السهم من دخل للمستثمر مالك السهم، ويمكن أن يكون عائد السهم تدفقات نقدية يتلقاها مالك السهم وبشكل روتيني من مجمل الاستثمارات، أو ربح يحققه المستثمر صاحب السهم عندما يبيع الأصل المالي للسهم بسعر أعلى من سعر الشراء (العمرى، 2016).

- **القيمة السوقية للأسهم:** عرف بن ساسي وقريشي (2011) القيمة السوقية للسهم على أنها: "السعر الذي تتداول بها سهم رأس المال في سوق الأوراق المالي". وتعد القيمة السوقية للسهم من أهم القيم بالنسبة للمستثمر سواء أكان مستثمراً محلياً أم أجنبياً، فهي تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية، كما أنها تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة، وتتأثر القيمة السوقية كذلك بمعدل الأرباح الموزعة على أسهم رأس المال (لطوش، 2010). وتتحد القيمة السوقية للسهم بقوة الطلب والعرض في السوق، إذ تتوقف على أعلى سعر يرغب المستثمرون بشرائه وعلى أقل سعر يرغب المستثمرون ببيعه.

3- العوامل الخارجية: ويقصد بها العوامل الاقتصادية الكلية المحيطة، وهناك العديد من هذه العوامل، وفي هذه الدراسة تم اعتماد العوامل الآتية:

- **الناتج المحلي الإجمالي:** يعرف الناتج المحلي الإجمالي على أنه: "قيمة السلع والخدمات المنتجة في دولة معينة خلال سنة معينة، ويعد من أهم المؤشرات التي يتم استخدامها لقياس النشاط الاقتصادي في تلك الدولة" (حمزة، 2014). وهناك عدة طرق لحساب الناتج المحلي الإجمالي منها طريقة الناتج النهائي، حيث تتمثل في مجموع القيم النقدية للسلع النهائية والخدمات التي أنتجت خلال عام واحد، وبالتالي يستبعد السلع الوسيطة والسلع غير النهائية والخامات التي استخدمت في إنتاج السلع النهائية، أما الطريقة الثانية فهي طريقة الإنفاق والتي تركز على الطلب الكلي في المجتمع،

حيث يشمل الإنفاق الكلي الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري والانفاق الحكومي وصافي الصادرات (الرشيد، 2014)

- **معدل التضخم:** عرف الوادي (2014) التضخم على أنه: "الارتفاع المستمر والملموس في الأسعار بسبب زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات عن عرضها الكلي (فائض في الطلب وعجز في العرض)". وهو أحد المشكلات الاقتصادية التي تواجه الكثير من دول العالم بما فيها الدول المتقدمة، إذ تتمثل باختلال اقتصادي ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة على مجمل النشاط الاقتصادي، وعلاج هذه المشكلة أو التخفيف منها يعتبر في قمة الأولويات للدول (بكري، 2003).

- **سعر الفائدة:** عرف بايمنتال وشودري (Pimentel & Choudhry, 2014) سعر الفائدة بأنه: "المتغير الاقتصادي الذي يوفق ويربط بين المقرضين والمقترضين في علاقات تمويلية، حيث يدفعه المقترض كتكلفة نظير استخدام الأموال المقترضة لفترة زمنية محددة، ويأخذه المقرض كإيراد من القروض التي يمنحها، بحيث إذا احتفظ بها يكون قد ضحى بالعائد الذي يمكن أن يحصل عليه من عملية الإقراض"، وهو كذلك المبلغ الذي يدفعه المقترض كتعويض عن استخدامه للمال المقترض، أو هو مبلغ يتلقاه عند إيداع أمواله في مؤسسة مصرفية ويكون هذا المبلغ محددًا على شكل نسبة مئوية من المبلغ الأصل (Addo et al, 2011).

الإطار النظري (الشركات المدرجة في بورصة عمان وأهميتها في الاقتصاد الأردني)

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وعليه يستعرض الإطار النظري التعريف ببورصة عمان للأوراق المالية والشركات المساهمة المدرجة فيها.

1- بورصة عمان

تم تأسيس بورصة عمان في 11 آذار من عام 1999 كمؤسسة أهلية مستقلة مالياً وإدارياً، وهي غير ربحية صرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، وتدار من قبل القطاع الخاص، وتم تسجيلها كشركة مساهمة عامة مملوكة بشكل كامل للدولة في 20 شباط عام 2017 (صايمية، 2018).

تبنّت بورصة عمان نهج توزيع القطاعات للشركات المدرجة فيها بما يتلاءم مع المعايير الدولية وبشكل يساعد المستثمرين بتكوين صورة أوضح للشركات المدرجة من خلال إظهار طبيعة عمل هذه الشركات وغاياتها بشكل أدق وأوضح، مما يسهل عملية التحليل المالي للمستثمر، وعمل المقارنات بين الشركة المراد الاستثمار بها مع باقي الشركات المشابهة لها في القطاع المنتمي إليه واتخاذ القرار الاستثماري السليم.

2- الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان موزعة على القطاعات

هناك 195 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان حتى نهاية 2018 موزعة على ثلاث قطاعات رئيسية، وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات و قطاع الصناعة، وكما يأتي:

- القطاع المالي

ويضم 100 شركة، شركات التأمين (20)، والبنوك (15)، والخدمات المالية (31) والخدمات العقارية الاستثمارية (34).

ويعد القطاع المالي في بورصة عمان من القطاعات المهمة والقيادية المؤثرة على أحجام وقيم التداول إذ يضم 100 شركة من أصل 194 شركة، أي ما نسبته 51.5% تقريباً من مجمل الشركات، ويساهم كذلك بما نسبته 65% تقريباً من مجمل التداول (صايمة، 2018).

- قطاع الخدمات

ويضم (47) شركة: خدمات التعليم (6)، والخدمات الصحية (4)، خدمات النقل والطاقة (15)، والخدمات السياحية (9) وخدمات الاتصالات (2)، وخدمات الإعلام (1)، والخدمات التجارية (10). وتبلغ نسبة قطاع الخدمات من مجمل القطاعات المدرجة في بورصة عمان حوالي 24.1%، ويشكل ما نسبته 12.8% تقريباً من إجمالي التداول. وفي مفهوم التنوع الاقتصادي، يتطلب الوزن والأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية الاهتمام دوماً بالقطاعات الأكثر توليداً للوظائف، والدخل القومي، وبالتالي للنمو والتنمية الاقتصادية، ويعد قطاع الخدمات بمفهومه الشامل الأكثر توليداً للدخل والوظائف، والأكثر تأثيراً في النمو والتنمية، قطاعات الخدمات الأردني، بمفهوم خدمات السياحة، والصحة، والتعليم، والتجارة، والخدمات المالية والتأمينية، وخدمات النقل، والدعم اللوجستي، وخدمات تكنولوجيا المعلومات وغيرها من الخدمات، تمثل اليوم أكثر من ثلثي توليد الدخل القومي في الدولة (الوزني، 2019).

- قطاع الصناعة

ويضم (48) شركة: الصناعات الاستخراجية والتعدين (11)، والصناعات الإنشائية (7)، والصناعات الغذائية والمشروبات (9)، والصناعات الكهربية (3)، والصناعات الكيماوية (7)، وصناعة التبغ ولاسجائر (2). وتبلغ نسبة قطاع الصناعة من مجمل القطاعات حوالي 24.6%، وما نسبته 22.4% تقريباً من إجمالي التداول. ويعتبر القطاع الصناعي أحد أهم القطاعات في الأردن والتي تسهم بشكل كبير في الناتج المحلي الإجمالي، ومن أهم القطاعات في توفير فرص عمل للأردنيين، وبالتالي فهم يساهم في تنمية الاقتصاد الأردني بشكل عام.

الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية والتي بحثت في الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فقد أجرى كل من (Malcus & Persso, 2018) دراسة هدفت إلى التعرف على كيفية تأثير تدفق الاستثمار الأجنبي على تطور سوق الأسهم في السويد. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج التحليلي وذلك بالاعتماد على بيانات المستثمرين الأجانب في أسواق السويد المالية، أظهرت نتائج الدراسة أن من الآثار الهامة لتدفقات الاستثمار الأجنبي الاهتمام المتبادل بتقاسم التكنولوجيا والمعرفة بين البلدان، مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعمالة الماهرة، علاوة على ذلك، فإنه يفتح فرصة لتعزيز منتجات وخدمات البلد المتلقي على الصعيد العالمي، كما يمثل الاستثمار الأجنبي أيضاً مصدرًا مهمًا لرأس المال للاقتصادات. كما أظهرت النتائج أن حجم الاستثمار الأجنبي يتأثر بمجموعة من العوامل في مقدمتها العوامل المتعلقة بأسعار الأسهم وأحجام التداول بالإضافة إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية وفي مقدمتها الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم.

وجاءت دراسة (Joshi, 2017) للتعرف على تصور المستثمرين الأجانب للعوامل المختلفة التي تؤثر على سوق الأوراق المالية، وتفضيلات هؤلاء المستثمرين حول مختلف القطاعات والمتغيرات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي، واستخدام طريقة أخذ العينات الملائمة لاختيار المشاركين وجمع البيانات من خلال

استبيان منظم باستخدام طريقة المسح الشخصي، حيث وزع الاستبيان على عينة عشوائية من المستثمرين الأجانب في السوق المالية الهندية وبواقع (200) مستثمراً، أظهرت نتائج الدراسة أن بعض العوامل الداخلية مثل القيمة السوقية للسهم، والعائد على الأسهم (EPS) تحظى بالأهمية القصوى لدى المستثمرين الأجانب عند اتخاذ قرارهم الاستثماري بال شراء أو البيع، وأن هناك بعض العوامل الخارجية تؤثر كذلك على حجم الاستثمار الأجنبي مثل السياسات الحكومية ومعدل نمو الصناعة كجزء من بيئة الاقتصاد الكلي، وكذلك يعد الوضع الاقتصادي العالمي وتدفق الاستثمار الأجنبي أمراً بالغ الأهمية للمستثمرين أثناء الاستثمار في سوق الأسهم.

أما عواد (2016) فقد أجرى دراسة هدفت إلى التعرف على المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه، ومدى مساهمة هذا الاستثمار في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالتطبيق على السوق المالية في مصر، وأظهرت نتائج الدراسة أن حرية دخول الأجانب إلى البورصة المصرية والخروج منها دون قيود سيدعم المضاربة على أسعار الأسهم ومن دون وجود الليات لاستقرار هذه الأموال (بخاصة الأرباح المتحققة وإعادة استثمارها على الأقل في البورصة لمدة معينة، و إن سعر الصرف يتعرض إلى مخاطر التقلب في ظل اتجاه التحرير الاقتصادي وإهمال مخاطره. كما أظهرت الدراسة أنه على الرغم من انتعاج دول عديدة نامية سياسات اقتصادية وقانونية من شأنها زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى البلدان النامية، إلا إنه ما زالت هنالك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومن ثم الحد من كمية رؤوس الأموال الأجنبية التي تستفيد منها.

وأجرت عيساوي (2016) دراسة هدفت إلى التعرف على دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال تحليل بعض المؤشرات الأجنبية المتداولة في السوق المالية العراقية، وبيان أثرها بمؤشرات السوق الرئيسية، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أكثرها أهمية هي اثبات أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتمثل بصافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الأجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية المتمثلة بمؤشر أسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية. وسعت دراسة خضير (2014) إلى تحليل أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق قطر للأوراق المالية، والتعرف على أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق من خلال إجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية خلال الفترة (2008-2013)، وأظهرت نتائج الدراسة أن أداء السوق الذي تم قياسه من خلال المؤشر المرجح للقيمة السوقية للأسهم لم يتأثر بالاستثمار الأجنبي غير المباشر.

أما طاهر وحسن (2013) فقد هدفت دراستهما إلى التعرف على أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على كل من حجم تداول وعوائد الأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية . ولتحقيق ذلك اعتمد الباحثان على عينة شملت ثلاثة عشر مصرفاً ضمن القطاع المصرفي، والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وغطت الدراسة الفترة من كانون الأول 2006 ولغاية آذار 2008 ، وخلصت الدراسة إلى وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير إلى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للمصارف عينة البحث، كما أظهرت النتائج عدم وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم المتداولة قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير ذلك إلى عدم تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد الأسهم المتداولة للمصارف عينة البحث.

وركزت دراسة كل من حسين وكاظم (2012) على قياس أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية في البلدان النامية ومنها الهند كحالة دراسية، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين مستوى الأسعار ومستوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أي أن ارتفاع مستوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الهند أدى إلى ارتفاع مستوى الأسعار بشكل عام.

وهدفت دراسة عبد الله و ارشيد (2009) إلى دراسة العلاقة بين المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية والفساد والمخاطر التجميعية من جهة والاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن من جهة أخرى، وقد غطت الدراسة الفترة من 1996 إلى 2006، وحصل الباحثان على البيانات من البنك المركزي ودائرة الاحصاءات العامة وبورصة عمان، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من مخاطر الدولة السياسية والمالية والاقتصادية والفساد والمخاطر التجميعية مع الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وكانت هذه العلاقة عكسية متوسطة.

ويلاحظ من خلال مراجعة الدراسات السابقة، أن هناك ندرة - في حدود علم الباحث - في الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، إذ إن معظم الدراسات السابقة جاءت لتوضيح أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على عوامل داخلية مثل أسعار الأسهم والقيمة السوقية لها والارياح والعوائد المالية أو أثرها على عوامل خارجية كمستوى الأسعار وحجم الاقتصاد الكلي. ومن هنا تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أنها بحثت في أثر العوامل الداخلية ممثلة ب(حجم التداول - العائد على الأسهم - القيمة السوقية للأسهم) والعوامل الخارجية ممثلة ب(الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) على حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في بورصة عمان.

منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال وصف الظاهرة محل الدراسة والمتمثلة بالاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وتحليل البيانات التي تم الحصول عليها والمتضمنة (حجم التداول - العائد على الأسهم - القيمة السوقية للأسهم) كعوامل داخلية، و(الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) كعوامل خارجية، بالإضافة إلى الأرقام المتمثلة بحجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

مجتمع وعينة الدراسة

تكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2018)، والتي تراوحت أعدادها ما بين (262) شركة بنهاية عام 2008 إلى 195 شركة بنهاية عام 2018.

بيانات الدراسة

تشكلت بيانات الدراسة من البيانات المالية للشركات المساهمة العامة والمفصّل عنها والمتمثلة في(القيمة السوقية للسهم - حجم التداول - العائد على السهم) كعوامل داخلية مؤثرة في حجم الاستثمار الأجنبي والمعبر عنه بحجم شراء أسهم الشركات المساهمة العامة من قبل المستثمرين غير الأردنيين (الأجانب).

وبالإضافة إلى العوامل الداخلية، فقد تم الاعتماد على بيانات ومؤشرات الاقتصاد الأردني، ممثلة في(سعر الفائدة - معدل التضخم - الناتج المحلي الإجمالي) كعوامل خارجية، وتبين الجداول الآتية هذه البيانات والمؤشرات.

ونظراً لاختلاف وتباين أحجام الأرقام في البيانات المعتمدة لفحص الفرضيات والمتمثلة بأرقام العوامل الداخلية والخارجية، فقد تم تصفية هذه البيانات باستخدام اللوغريتم الطبيعي، حتى تكون النتائج التي سيتم الحصول عليها أكثر دقة ومصداقية.

جدول (1)

القيمة السوقية وحجم التداول والعائد على الأسهم للشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2018-2008)

السنوات	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دينار)	حجم التداول (مليون دينار)	العائد على الأسهم
2008	262	25,406.30	20,318.0	3.73
2009	272	22,526.90	9,665.3	1.60
2010	277	21,858.2	6,690.0	0.96
2011	247	19,272.7	2,850.2	0.70
2012	243	19,141.5	1,978.8	0.83
2013	240	18,233.5	3,027.3	1.12
2014	236	18,082.6	2,263.4	0.97
2015	228	17,984.7	3,417.1	1.32
2016	224	17,339.4	2,329.5	1.27
2017	194	16,962.5	2,926.2	1.70
2018	195	16,122.7	2,319.3	1.86

المصدر: النشرات السنوية لبورصة عمان

يوضح الجدول (1) البيانات المتعلقة بعدد الشركات المساهمة العامة، والقيمة السوقية لأسهمها، وحجم التداول بالمليون دينار، بالإضافة إلى العائد على أسهمها، وذلك خلال الفترة (2018-2008). ويلاحظ انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق المالي من 262 شركة في عام 2008 إلى 195 شركة في نهاية عام 2018، وقد يعود ذلك الانخفاض في أعداد الشركات إلى مجموعة من الأسباب منها أن بعض الشركات خرجت من السوق المالي بسبب خسارتها أو إفلاسها، وأن بعض الشركات ونتيجة للمنافسة الشديد اندمجت لتشكيل كياناً واحد يمكنه من المنافسة ومواكبة التغييرات والتطورات والمستجدات في بيئة الأعمال.

جدول (2)

الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم وسعر الفائدة خلال الفترة (2018-2008)

السنوات	سعر الفائدة	معدل التضخم	الناتج المحلي الإجمالي
2008	9.31	12.3%	15756
2009	9.03	-0.7%	17000

18829	4.6%	9.12	2010
20524	4.0%	8.8	2011
21964	4.3%	9.28	2012
23868	4.6%	9.2	2013
25596	2.8%	9.15	2014
26925	-0.9%	8.01	2015
27830	-0.8%	7.6	2016
28735	3.2%	8.77	2017
28821.205	4.3%	8.41	2018

المصدر: التقارير السنوية لدائرة الإحصاءات العامة الأردنية

توضح بيانات الجدول (2) بعض المؤشرات الاقتصادية الأردنية، والتي عدت على أنها عوامل خارجية مؤثرة في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وهي سعر الفائدة ومعدل التضخم والناتج المحلي الإجمالي، وذلك خلال الفترة (2018-2008).

جدول (3)

الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي خلال الفترة (2018-2008)

الاستثمار الأجنبي (مليون دينار)	السنوات
4,219.8	2008
2,135.5	2009
1,036.6	2010
555.8	2011
322.9	2012
939.5	2013
362.7	2014
981.7	2015
666.5	2016
994.9	2017
1231.8	2018

المصدر: النشرات السنوية لبورصة عمان

يبين الجدول (3) حجم الاستثمار الأجنبي في أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك خلال الفترة (2018-2008)، ويلاحظ انخفاض حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان بشكل كبير، حيث بلغ هذا الاستثمار عام 2008 (4,219.8) مليون دينار، ليصل إلى (1231.8) في 2018، ويعود ذلك لجملة من الأسباب قد تكون اسباباً داخلية متعلقة

بالبورصة من حيث حجم التداول والقيمة السوقية للسهم وقد تكون خارجية تتعلق بالاقتصاد الكلي كأسعار الفائدة ومعدل التضخم، وهذا ما ستبحثه الدراسة.

اختبار ملاءمة البيانات

لاختبار مدى ملاءمة بيانات الدراسة لتحليل الانحدار، تم اختبار الارتباط الخطي المتعدد، والارتباط الذاتي، وكما يلي:

- اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Tests)

بهدف التأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل (العوامل الداخلية) تم إجراء اختبار الارتباط الخطي المتعدد بالاعتماد على اختبار ارتباط معامل بيرسون بين أبعاد المتغير المستقل (العوامل الداخلية)، ويوضح الجدول (4) هذا الاختبار:

جدول رقم (4) مصفوفة الارتباط لمتغير العوامل الداخلية

العوامل الداخلية	القيمة السوقية	حجم التداول	العائد على السهم
القيمة السوقية		0.41	0.39
حجم التداول	0.41		0.31
العائد على السهم	0.39	0.31	

يبين الجدول رقم (4) أن أعلى ارتباط بين المتغيرات المستقلة هو (0.41) بين المتغيرين (العائد على السهم) و (القيمة السوقية للسهم)، وهذا يدل على عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث يعتبر الارتباط الذي يصل إلى أعلى من (0.80) مؤشراً لوجود هذه المشكلة (Montgomery, Peck & Vining, 2001)، وعليه فإن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد.

وبهدف التأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل (العوامل الخارجية) تم إجراء اختبار الارتباط الخطي المتعدد بالاعتماد على اختبار ارتباط معامل بيرسون بين أبعاد المتغير المستقل (العوامل الخارجية)، ويوضح الجدول (5) هذا الاختبار:

جدول رقم (5) مصفوفة الارتباط لمتغير العوامل الداخلية

العوامل الخارجية	سعر الفائدة	معدل التضخم	الناتج المحلي الإجمالي
سعر الفائدة		0.27	0.11
معدل التضخم	0.27		0.29
الناتج المحلي الإجمالي	0.11	0.29	

يبين الجدول رقم (5) أن أعلى ارتباط بين المتغيرات المستقلة هو (0.29) بين المتغيرين (معدل التضخم) و (الناتج المحلي الإجمالي)، وهذا يدل على عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث يعتبر الارتباط الذي يصل إلى أعلى من (0.80) مؤشراً لوجود هذه المشكلة (Montgomery, Peck & Vining, 2001)، وعليه فإن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد.

- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation)

بهدف التأكد من خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات الفرعية للمتغير المستقل تم إجراء اختبار الارتباط الذاتي بالاعتماد على اختبار دارين واتسن (Durbin-Watson Test)، ويعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة (DW) الجدولية عند حجم عينة معين، وعدد معين من المتغيرات مع نتيجة (DW) المحسوبة، حيث يوجد قيمتان جدوليتان: قيمة صغرى وقيمة كبرى، ويتم رفض وجود مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت قيمة (DW) المحسوبة أكبر من القيمة العظمى (Montgomery, Peck & Vining, 2001)، والجدول (6) يوضح نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي لمدى ملائمة النموذج.

جدول (6): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

الفرضية	قيمة (DW) المحسوبة	قيمة (DW) الصغرى	قيمة (DW) العظمى	النتيجة
H01-1	1.88	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H01-2	1.87	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H01-3	1.92	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H02-1	1.91	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H02-2	1.90	1.62	1.67	لا يوجد ارتباط ذاتي
H02-3	1.99	1.60	1.72	لا يوجد ارتباط ذاتي

من خلال الجدول (6) يتضح أن جميع قيم (DW) للمتغيرات في الفرضيات المذكورة جميعها أكبر من قيمة (DW) العظمى، مما يشير لخلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي، أي عدم وجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار (Montgomery, Peck & Vining, 2001).

اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الداخلية (حجم التداول - العائد على الأسهم - القيمة السوقية للأسهم) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

تم اختبار هذه الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression) وكانت نتائجه كما هي موضحة في الجدول رقم (7).

جدول (7)

نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر العوامل الداخلية على حجم الاستثمار الأجنبي

ملخص النموذج Model Summary	
R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط
0.389	0.571

تحليل التباين ANOVA					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية Df	متوسط المربعات	F	Sig F

0.008*	4.354	0.029	9	0.092	الانحدار
		0.007	1	0.793	الباقي
			10	0.885	المجموع
* ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)					
جدول المعاملات Coefficient					
T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	النموذج
0.000	3.450		0.006	0.025	الثابت Constant
0.006	2.530	1.121	0.063	0.175	القيمة السوقية
0.004	2.684	0.921	0.065	0.190	حجم التداول
0.016	2.225	0.900	0.063	0.151	العائد على الأسهم

يمثل الجدول (7) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية وتمثل بوجود مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي العوامل الداخلية (القيمة السوقية - حجم التداول - العائد على الأسهم) ومتغير تابع واحد يمثل حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

وتشير نتائج الجدول إلى أن معامل الارتباط ($R=0.571$) يشير إلى العلاقة الموجبة و القوية بين المتغيرات المستقلة (العوامل الداخلية) والمتغير التابع (حجم الاستثمار الأجنبي) في بورصة عمان، كما أن أثر المتغيرات المستقلة (القيمة السوقية - حجم التداول - العائد على السهم) على المتغير التابع (حجم الاستثمار الأجنبي) هو أثر ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمة F المحسوبة (4.354) وبمستوى دلالة ($Sig=0.008$) وهو أقل من 0.05 حيث ظهر أن قيمة معامل التحديد ($R^2=0.389$) وهي تشير إلى أن (38.9%) من التباين في (حجم الاستثمار الأجنبي) يمكن تفسيره من خلال التباين في العوامل الداخلية (القيمة السوقية - حجم التداول - العائد على السهم).

ويظهر جدول المعاملات أن قيمة β عند (القيمة السوقية) قد بلغت (0.175) وأن قيمة T عنده هي (2.53) ، وبمستوى دلالة ($Sig=0.006$) مما يشير إلى أن أثر القيمة السوقية على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان إيجابي وذو دلالة إحصائية. وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية الفرعية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على : (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للقيمة السوقية للأسهم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان).

أما قيمة β عند (حجم التداول) قد بلغت (0.190) وأن قيمة T عنده هي (2.68) وبمستوى دلالة ($sig=0.004$) مما يشير إلى أن أثر حجم التداول على الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان إيجابي وذو دلالة إحصائية. وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية الفرعية الثانية، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على : (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لحجم التداول على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان)

وقد بلغت قيمة β عند (العائد على السهم) (0.15) وقيمة T عنده هي (2.22) وبمستوى دلالة ($Sig=0.016$) مما يشير إلى أن أثر عائد السهم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان إيجابي وذو دلالة إحصائية. وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية

الفرعية الثالثة، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على : (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى $(\alpha \leq 0.05)$ للعائد على الأسهم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان)

وبناء على ما سبق من تحليل لا نستطيع قبول الفرضية العدمية الرئيسية الأولى ونقبل الفرضية البديلة القائلة : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ للعوامل الداخلية (القيمة السوقية - حجم التداول - العائد على الأسهم) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وأن أكثر العوامل الداخلية تأثيراً على حجم الاستثمار كان حجم التداول.
الفرضية الرئيسية الثانية

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية المستوى $(\alpha \leq 0.05)$ للعوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

تم اختبار هذه الفرضية باستخدام اختبار (Multiple Linear Regression) وكانت نتائجه كما هي موضحة في الجدول رقم (8).

جدول (8)

نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأثر العوامل الخارجية على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان

ملخص النموذج Model Summary	
R ² معامل التحديد	R معامل الارتباط
0.497	0.621

تحليل التباين ANOVA					
Sig F	F	متوسط المربعات	درجة الحرية Df	مجموع المربعات	النموذج
*0.000	8.914	0.332	9	1.046	الانحدار
		0.025	1	5.172	الباقي
			10	6.218	المجموع

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$

جدول المعاملات Coefficient

T Sig	T	Beta	الخطأ المعياري	B Slope	النموذج
0.019	2.152		0.015	0.035	الثابت Constant
0.020	2.127	0.893	0.145	0.336	الناتج المحلي الإجمالي
0.006	2.561	-0.833	0.149	-0.415	معدل التضخم
0.118	1.409	-0.540	0.142	-0.218	سعر الفائدة

يمثل الجدول (8) نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج هذه الفرضية وتمثل بوجود مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي العوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) ومتغير تابع واحد يمثل حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.

وتشير نتائج الجدول إلى أن معامل الارتباط ($R=0.621$) يشير إلى العلاقة الموجبة و القوية بين المتغيرات المستقلة (العوامل الخارجية) والمتغير التابع (حجم الاستثمار الأجنبي) في بورصة عمان، كما أن أثر المتغيرات المستقلة (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) على المتغير التابع (حجم الاستثمار الأجنبي) هو أثر ذو دلالة إحصائية، حيث كانت قيمة F المحسوبة (8.91) وبمستوى دلالة ($Sig=0.000$) وهو أقل من 0.05 حيث ظهر أن قيمة معامل التحديد ($R^2=0.497$) وهي تشير إلى أن (49.7%) من التباين في (حجم الاستثمار الأجنبي) يمكن تفسيره من خلال التباين في العوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة).

ويظهر جدول المعاملات أن قيمة β عند (الناتج المحلي الإجمالي) قد بلغت (0.336) وأن قيمة T عنده هي (2.127)، وبمستوى دلالة ($Sig = 0.020$) مما يشير إلى أن أثر الناتج المحلي الإجمالي على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان إيجابي ذو دلالة إحصائية، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية الفرعية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة التي تقول: (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للناتج المحلي الإجمالي على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان).

أما قيمة β عند (معدل التضخم) قد بلغت (-0.415) وأن قيمة T عنده هي (2.561) وبمستوى دلالة ($sig=0.006$) مما يشير إلى أن أثر معدل التضخم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان سلبي وذو دلالة إحصائية، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية الفرعية الثانية، ونقبل الفرضية البديلة التي تقول: (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمعدل التضخم على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان).

وقد بلغت قيمة β عند (سعر الفائدة) (-0.218) وقيمة T عنده هي (1.40) وبمستوى دلالة ($Sig = 0.118$) مما يشير إلى أن أثر سعر الفائدة على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان سلبي إلا أنه غير دال إحصائياً.

وبناء على ما سبق من تحليل لا نستطيع قبول الفرضية الصفرية الثانية ونقبل الفرضية البديلة القائلة: (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم - سعر الفائدة) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان)، وأن أكثر العوامل الخارجية تأثيراً على حجم الاستثمار الأجنبي هو معدل التضخم، وهذا الأثر سلبي.

مناقشة النتائج والتوصيات

تم التوصل إلى النتائج الآتي:

1- وجود أثر دال إحصائياً عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الداخلية (حجم التداول - العائد على الأسهم - القيمة السوقية للأسهم) على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وقد كانت جميع العوامل الداخلية ذات تأثير إيجابي على حجم الاستثمار، أي أنها كلما زاد حجم التداول في بورصة عمان فإن الاستثمار الأجنبي سيزيد.

وتفسر هذه النتيجة على أن حجم التداول يعد مؤشراً على عدد المعاملات التي تتم على الأسهم، كما يعكس القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة، مما يعطي فكرة ايجابية عن هذه الأسهم ويشجع المستثمرين على اتخاذ قرارهم سواء بالبيع أو الشراء

في هذه الأسهم، وبالإضافة إلى ذلك فإن حجم التداول يساعد كل من المحلل والمستثمر في التوقع الصحيح لحركة الأسهم هبوطاً أو صعوداً، مما يمكنه من جني أرباح في الشراء أو البيع.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية للأسهم، فإنها تعد مؤشراً هاماً للمستثمرين الأجانب إذ يشير ارتفاعها إلى ارتفاع قيمة المؤسسة أو الشركة المطروح أسهمها للتداول، كما أنها تعكس بشكل عام القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية، وحجم الأرباح الموزعة على أسهم رأس المال، وبالتالي فارتفاعها يشجع المستثمرين على شراء تلك الأسهم ذات القيمة السوقية المرتفع.

أما بالنسبة للعائد على السهم فارتفاع هذا العائد يشير أن هناك تدفقات نقدية مرتفعة يتلقاها المستثمر مالك السهم من مجمل الاستثمارات، أو أنه يحقق أرباحاً رأسمالية مرتفعة عند بيع الأصل المالي للسهم بسعر أعلى من سعر الشراء، وهذا ما يسهم في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بالبيع أو الشراء أو وقف التداول.

2- وجود أثر دال إحصائياً عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعوامل الخارجية (الناتج المحلي الإجمالي - معدل التضخم) على حجم

الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، وعدم وجد أثر دال إحصائياً لمتغير سعر الفائدة على حجم الاستثمار الأجنبي، وأن أكثر العوامل الخارجية تأثيراً على حجم الاستثمار الأجنبي هو معدل التضخم، وهذا الأثر سلبي.

وتفسر نتيجة وجود أثر ايجابي ودال إحصائياً لمتغير الناتج المحلي الإجمالي بأن هذا الناتج المحلي الاجمالي هو مؤشر على النشاط الاقتصادي بشكل عام، ويعطي نوعاً من الثقة للمستثمرين الأجانب باستقرار الاقتصاد في الدول التي تتميز بناتج محلي مرتفع، مما يشجعهم على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وفيما يتعلق بمعدل التضخم فإن ارتفاع هذا المعدل بشكل عام يعد مؤشراً سلبياً على اختلال الاقتصاد في الدولة، الأمر الذي يدفع المستثمرين الأجانب إلى العزوف عن الاستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي نجد أن تأثير معدل التضخم كان تأثيراً سلبياً، أي أنه كلما ارتفع معدل التضخم انخفض حجم الاستثمار الأجنبي، والعكس صحيح.

وبالنسبة لسعر الفائدة فارتفاعها وانخفاضها يعد دليلاً للمستثمرين في أن يتجهوا باستثمارهم نحو أسواق رأس المال أم يتجهوا نحو البنوك والمؤسسات المالية، وهذا قد يكون مفيداً للمستثمرين المحليين، إلا أن المستثمرين الأجانب يفكرون بالاتجاه نحو الاستثمار في البورصة من عدمه، وبالتالي فارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة ليس ذو أهمية لديهم.

التوصيات

توصي الدراسة بما يأتي:

1- على إدارة بورصة عمان أن تسعى لدراسة تجارب دول أخرى بخصوص الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والوقوف على نتائج تلك التجارب والاستفادة منها.

2- التواصل الدائم والمستمر لإدارة بورصة عمان مع الباحثين والمتخصصين في مجال الأسواق المالية للاستفادة من الأبحاث والدراسات لتمكين البورصة من خلال هذا التعاون تحسين وتطوير نشاطات البورصة وبما يسهم في جذب المزيد من المستثمرين الأجانب.

3- العمل على تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار الأجنبي وجعلها تتميز بالوضوح والشفافية والجاذبية .

4- تطوير نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان بما يتماشى مع البورصات العالمية، وكذلك تفعيل نظام الإفصاح الإلكتروني مما يسهل عملية الاستثمار في بورصة عمان وخاصة للمستثمر الأجنبي بحيث يمكنه من إدارة استثماراته عن بعد .

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

- بكري، كامل. (2003). **مبادئ الاقتصاد الكلي**، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر.
- بن ساسي، إلياس وقرشي، يوسف. (2011). **التسيير المالي: الإدارة المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- بوعشة، مبارك وبن منصور، ليليا. (2015). **الاستثمار الأجنبي المباشر: أشكاله وعلاقته بالشركات المتعددة الجنسيات**، المؤتمر الدولي حول الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية في الوطن العربي، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، رماح، الأردن.
- حسين، عبد الرزاق وكاظم، عامر (2012). **قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية: الهند حالة دراسية**، مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية والإدارية، 1(2)، 48-67.
- حمزة، حمزة إبراهيم. (2014). **تقدير الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية باستخدام تحليل المكونات الرئيسية**، **المجلة العلمية، جامعة الزعيم الأزهرى**، (2)14، 138-152.
- خضير، عقبة (2014). **أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية للمدة (2008-2013)**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد خضير، الجزائر.
- الرشيد، حاتم. (2014). **الناتج المحلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي**، منظمة الخليج للاستشارات الصناعية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة .
- صايمة، ألاء محمد (2018). **أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن.
- طاهر، إياد وأحم، صلاح (2013). **الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية**، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 7(1)، 12-35.
- طاهر، إياد وحسن، صلاح. (2013). **الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (2)4، 99-125.
- عبد القادر، ناصور وادريوش، دحمانى. (2015). **المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: دراسة قياسية باستخدام منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك**، مجلة جامعة حلوان، (28)4، 97-135.
- عبد الله، محمد خيرى وارشيد، عبد المعطي (2009). **أثر مخاطر الدولة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر: حالة الأردن**، دراسة تحليلية للفترة 1996 - 2006، مجلة دراسات مالية ومصرفية، 13(2)، 7-38.

- العمرى، ملاك محمود. (2016). أثر خصائص الشركة وكفاية رأس المال على عائد السهم للبنوك التجارية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- عواد، فاضل جويد. (2016). الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدة 1996-2010: السوق المالية في مصر أنموذجاً، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (4)47، 105-130.
- عيساوي، حنان خالد (2016). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (2)14، 122-151.
- فواز، تركي مجحم. (2016). الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الأردن: بيانات نصف سنوية للفترة 200-2013، مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، (43)، 617-627.
- لطوش، سميرة. (2010). كفاءة رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.
- محمد، أميرة حسب الله. (2015). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة (تركيا- كوريا- مصر)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- الوادي، محمود حسين. (2014). النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- الوزني، خالد (2019). أهمية قطاع الخدمات الأردني، مقالة منشورة في صحيفة المقر الإلكترونية، <https://maqar.com>، (تاريخ الدخول 2020/01/5)

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abzari, M . (2012). Trading Volumes, Company Age, Company Size and Their Effect on Deviation of Earning Prediction, **International Journal of Research in Business**, (2)3, 16-22.
- Addo, A. Polytechnic, K., and Sunzuoye, F. (2011). Short Term Interest Rates Impact on Ghana Stock Market, **European Journal of Business**, (3)8, 71-85.
- Ahern, R .(2014), "Do Common Stocks Have Perfect Substitutes Product Market Competition and the Elasticity of Demand for Stocks, **Review of Economics & Statistics**, (96)4, 756 - 766 .
- Anitha, R. (2012). Foreign Direct Investment and Economic Growth in India. **International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research**, 18, (1).
- Cahyaningsih, Nur. (2015). The Analysis of Factors Affecting Foreign Investment in Indonesia, **Global Review of Islamic Economics and Business**, (3)1, 59-072.
- Cordelia, Omodero, and. EkweM.C. (2017). Impact of Foreign Direct Investment (FDI) on the Stock Market Performances in Nigeria, **Applied Finance and Accounting**, (3)1, 36-48.
- Evans, K. (2013) **Foreign Portfolio and Direct Investment Complementarity Differences and Integration**, International Economist, Office of International Investment, US. Department of the Treasury.
- Joshi, Mrunal. (2017). Factors affecting Investment Decision in Stock Market, **Journal of Economics and Sustainable Development**, (2)9, 12-24.
- Kumar, V. (2015). Evolution of Marketing As A Discipline: What Has Happened and What to look out for, **Journal of Marketing**, (10)22. 1-9.

- Lo, A. & Wang, J. (2016). Trading Volume: Definitions, Data Analysis, an Implication, **the review of Financial Study**, (13)2, 257-300.
- Malcus, Rasmus and Persson, Mathias. (2018). The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden, *Economic Record*. 32(2): 334-361.
- Oseni, Isiaq, and Enilolobo Sunday. (2011). Effect of Foreign Direct Investment and Stock Market Development on Economic Growth in Nigeria (1980-2009), *Journal of Economics and Sustainable Development*, (2)9, 12-21.
- Pimentel, Rene and Choudhry, Taufia. (2014). Stock returns under high inflation and interest rates: evidence from the Brazilian market, **Emerging Markets Finance & Trade**, 50(1) ,71- 92.