



**Tikrit Journal of Administrative
And Economics Sciences**

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



**The Impact of Foreign Portfolio Investment on Trading Volume: A
Record Study in The Amman Stock Market for The Period (2010-2020)**

Researcher: Wisam Khaled Jameel
College of Administration and Economics
University of Mosul

Assist. Prof. Dr. Doaa Noman Al-Husseini
College of Administration and Economics
University of Mosul

Wisam.20bap325@student.uomosul.edu.iq

duaa_numaan@uomosul.edu.iq

Abstract

This study aims to measure and analyze the impact of foreign portfolio investment and some macroeconomic variables (inflation rate - interest rate) on the trading volume index in the Amman Stock Market. The descriptive and analytical approach and econometrics approach were used in building the model, based on the (Eviwes10) program. As well as using the Autoregressive Distributed Time Lapse (ARDL) model, it's done (44) market views obtained from the annual reports of the Amman Stock Market were analyzed. As well as the reports of the central banks and the unified Arab economic report for the State of Jordan for the period (2010-2020).

The study concluded to prove the statistically significant effect of foreign portfolio investment in the trading volume index in the short and long terms. While the study recommended developing the Amman Stock Market and linking it with global markets. In order to attract more foreign investments to the market, by providing the necessary funds to establish and expand investment projects for shareholders. While adhering to the restrictions that make this openness not inconsistent with the economic policies of the state. And the development of the electronic trading system for the Amman Stock Market, similar to the international financial markets. In order to develop the procedures of trading operations for the investor in any location and at the lowest possible cost, which makes the investment process more liquid.

Keywords: Foreign portfolio investment-Momentum Enhanced Strategies-Chaos Theory

أثر الاستثمار الأجنبي المحفزي في حجم التداول: دراسة قياسية في بورصة
عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)

أ.م. د. دعاء نعمان الحسيني
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

الباحث: وسام خالد جميل
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر الاستثمار الأجنبي المحفزي وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم-سعر الفائدة) في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق

المالية، وتم اعتماد الفرضية الرئيسية الآتية: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية)، وقد تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي ومنهج الاقتصاد القياسي في بناء النموذج بالاعتماد على برنامج (Eviwes10)، فضلاً عن استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، وقد تم تحليل (٤٤) مشاهدة للسوق والتي تم الحصول عليها من التقارير السنوية لبورصة عمان للأوراق المالية، فضلاً عن تقارير البنوك المركزية والتقارير الاقتصادية العربي الموحد لدولة الأردن وللمدة (2010-2020).

وخلصت الدراسة إلى إثبات التأثير ذي الدلالة الإحصائية المعنوية للاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في الأجلين القصير والطويل، في حين أوصت الدراسة إلى تطوير بورصة عمان للأوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية بهدف استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية للسوق، وذلك بتوفير الأموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية للمساهمين مع الالتزام بالقيود التي تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسات الاقتصادية للدولة، وتطوير نظام التداول الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية أسوةً بالأسواق المالية العالمية، وذلك من أجل تطوير إجراءات عمليات التداول للمستثمر في أي موقع وبأقل تكلفة ممكنة مما يجعل عملية الاستثمار أكثر سهولة.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي المحفظي، استراتيجيات الزخم المعززة، نظرية الفوضى.

المقدمة

تعدُّ سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال وتتميز بكونها استثماراً طويلاً الأجل إذا ما تم مقارنتها بالسوق النقدية، ويعدُّ الاهتمام بمصادر التمويل من أبرز وأهم العوامل التي أدت إلى الاهتمام الواضح والمتزايد بالأسواق المالية وتطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية فعالة تتكيف وتتناغم مع التطورات والتغيرات المستمرة التي تحدث في الاقتصاد العالمي، وتؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

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 سلباً 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 إلى 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، جالباً في ذلك السيولة التي تعمل على تحريك الاقتصاد المحلي وزيادة نموه، وكل ذلك يتم عن طريق استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، فضلاً عن ذلك فإن أسواق الأوراق المالية تمارس دوراً كبيراً في جذب الاستثمارات الأجنبية أو الاستثمارات المالية للأجانب مما يساهم في توفير الأموال اللازمة للشركات المحلية وزيادة حجم التداول في السوق بهدف توسيع أنشطتها الإنتاجية وعليه يُحاول في هذه الدراسة بيان أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

تم تناول أبعاد البحث النظرية والتطبيقية بثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول منهجية الدراسة وإجراءاتها، فيما تناول المبحث الثاني الجانب النظري للدراسة إذ تم تناول الإطار المعرفي

للاستثمار الأجنبي المحفظي وسوق الأوراق المالية والعلاقة النظرية بينهما، فيما يهتم المبحث الثالث قياس وتحليل أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية، وأخيراً تناول أهم الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية الدراسة وإجراءاتها

أولاً. مشكلة الدراسة: من أهم مظاهر العولمة المالية تحرير الأسواق المالية وزيادة تدفقات رأس المال وخاصةً إلى الدول النامية والتي ربما اعتبرت ملاذاً أكثر أمناً للاستثمار الأجنبي المحفظي ولا سيما بعد التطورات السريعة في اقتصاديات الدول المتقدمة والأزمات التي عصفت بها والتي أخذت تُزعزع ثقة المُستثمرين، ولهذا أخذ العديد من الدول ومنها الدول النامية على وجه الخصوص يجذب الاستثمار الأجنبي المحفظي والاستفادة من حركة رؤوس الأموال الدولية نظراً لدور رأس المال الأجنبي في تنشيط الأسواق المالية ودوره في التنمية الاقتصادية برغم القلق الذي قد يُصاحب الحركة في رؤوس الأموال التي قد تحمل معها أثراً سلبية لتلك الدول، لذا تتمثل مشكلة الدراسة: (ما هو مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية للمدة (2010-2020)؟ من خلال الإجابة عن الأسئلة الآتية:

١. هل تعد بورصة عمان للأوراق المالية سوقاً جاذباً للاستثمار الأجنبي المحفظي؟
٢. هل كان للاستثمار الأجنبي المحفظي دوراً فاعلاً في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية؟
٣. ما هو الأثر الذي يمكن أن يتركه الاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية؟

ثانياً. أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة فيما يأتي:

١. يعد الاستثمار الأجنبي المحفظي من العوامل البارزة التي تُسهم في تطوير سوق الأوراق المالية، ونال اهتمام الكثير من الدول بجذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى تلك الدول، لذا تم التمحيص في أهمية الاستثمار الأجنبي المحفظي ودراسة ما إذا كانت التداولات الأجنبية للأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية تؤثر في مؤشر حجم تداولها.
٢. تُعد الأسواق المالية أداة فعالة للاقتصاد الوطني من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد فضلاً عن أثرها في توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي يتم طرحها، فضلاً عن الدور الذي تقوم به وهو تهيئة المُدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار.
٣. تُوضح الدراسة أهم العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي المحفظي، وهذا ما يدعو إلى الاهتمام الكبير بتلك الجوانب والتي من شأنها أن تُساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط سوق الأوراق المالية.
٤. تقديم صورة واضحة عن مؤشرات الاستثمار الأجنبي المحفظي التي تنعكس تأثيراتها في مؤشر حجم في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً. أهداف الدراسة: تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

١. تسليط الضوء على مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي، وأهمية تشجيع هذا النوع من الاستثمارات لجذب رؤوس الأموال الأجنبية بغية تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية.

٢. توضيح أهم المحددات التي تؤثر في جذب المستثمرين الأجانب، المحددات المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

٣. إدراك أهم المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي المحفزي ومدى إسهامه في تنشيط سوق الأوراق المالية، فضلاً عن العمل على تقييم قدرة الأسواق المبحوثة على جذب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

٤. الوقوف على اتجاه وطبيعة وحجم الأثر الذي يتركه الاستثمار الأجنبي المحفزي في مؤشر حجم التداول لسوق الأوراق المالية.

رابعاً. **فرضية الدراسة:** ضمن التسلسل المنهجي الخاص بالرسالة فإن اختبار العلاقات والآثار الوارد ذكرها في الأهداف والمشكلة الحقيقية للدراسة فقد تم اعتماد الفرضية الرئيسية الآتية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للاستثمار الأجنبي المحفزي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية، وتتفرع منها الأسئلة الآتية:

١. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للاستثمار الأجنبي المحفزي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

٢. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لمعدل في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

٣. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لسعر الفائدة في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

خامساً. مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة ببورصة عمان للأوراق المالية، إذ اعتمدت عينة الدراسة على تحليل البيانات المالية الربع سنوية للسوق في المدة الممتدة (2010-2020)، وبهذا فقد أصبحت عدد المشاهدات (44) مشاهدة للسوق، وقد تم اختيار بعض من المتغيرات الاقتصادية الكلية (متغيرات ضابطة) كمُتغيرات مستقلة لأنموذج الدراسة، وتم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي ومنهج الاقتصاد القياسي في بناء الأنموذج بالاعتماد على برنامج (Eviwes10).

المبحث الثاني: الإطار المعرفي للاستثمار الأجنبي المحفزي وسوق الأوراق المالية والعلاقة النظرية بينهما

أولاً. **الإطار المعرفي للاستثمار الأجنبي المحفزي:**

١. **مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفزي:** تم التطرق إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفزي (foreign Portfolio Investment) أنه نوع من الاستثمار الذي يُشكل رأس المال الأجنبي نسبة أقل من (10%) من رأس المال المشروع بشكل عام، حيث يمتلك فيه المستثمر الأسهم والسندات بقصد المضاربة والاستفادة من فرق الأسعار والحصول على الأرباح التي تدرها تلك الأسهم أو السندات، وبذلك فهو لا يسمح للمستثمر الحق بالسيطرة الفعلية على إدارة المشروع والرقابة عليه وعدم إعطاءه الحق في اتخاذ القرارات الإدارية (عشاوي، ٢٠١٨: ٦٤)، وكما يعرف على أنه وسيلة يقوم من خلالها المستثمرين بشراء حصة في الشركات الأجنبية أو شراء أوراق مالية أو سندات، وهو جزء من تدفقات رأس المال الدولية التي تنطوي على نقل الموجودات المالية (النقدية أو الأسهم أو السندات) عبر الحدود الدولية مع توقع الربح (Oke & et al., 2020: 34)، تملك المستثمر الأوراق المالية من غير الرقابة أو المشاركة في المشروع من خلال التنظيم والإدارة، كما

يكون هذا النوع من الاستثمار مفضلاً لدى المستثمر ويعود السبب في ذلك لتقليل مخاطر الخسارة المحتملة التي يتلقاها المستثمر من خلال استثماره في الاستثمارات المحلية، ويكون الاستثمار المحفزي على شكل استثمار قصير الأجل، ويسمى ذلك الاستثمار (الاستثمار الأجنبي غير المباشر، الاستثمار الأجنبي المالي، الاستثمار في محفظة الأوراق المالية)، أي بمعنى أنه الاستثمار في الأسهم والسندات الخاصة أو العامة بقصد المضاربة في سوق البلد المضيف للاستثمار ويتم ذلك من خلال البنوك والمصارف ومؤسسات التمويل والتأمين من قبل الأفراد (جسوم، ٢٠٢١: ١٣٧).

٢. **محددات الاستثمار الأجنبي المحفزي:** للاستثمار الأجنبي المالي أو المحفزي محدداته من وجهة نظر بعض الاقتصاديين والباحثين وكيفية تأثير الصفات المختلفة للبيئة المؤسسية في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، فإن قابلية الدول وقدرتها على جذب رؤوس الأموال الأجنبية نحو السوق المحلية يعتمد على وجود مجموعة عوامل تساعد على تسهيل تدفق هذه الأموال الأجنبية وخاصة في الدول الناشئة والدول العربية على وجه الخصوص، ويلاحظ أن تنوع الاستثمارات في الأسواق الناشئة يرجع إلى عوامل عدة في أسواق الأوراق المالية لعل أهمها:

أ. **بيئة الحوكمة:** إن بيئة الحوكمة تشتمل على المؤسسات الاجتماعية والاقتصادية والسياسية في المجتمع والتي تعد الطريقة التي يتحكم من خلالها الشركات والأفراد بمصالحهم في التبادلات الاجتماعية والاقتصادية، وإن المستثمرين يفضلون بيئات حوكمة عالية الجودة لاستثمار رؤوس أموالهم مع افتراض ثبات باقي المتغيرات، إذ إن المستثمر في حالة تمكنه من الوصول المباشر إلى المعلومات التشغيلية والمحاسبية للشركة فهذا يقلل من اعتماده على جودة وكفاءة الإدارة لما لها من دور في الإشراف والمشاركة على عمليات الشركة اليومية، وعلى هذا النحو كلما كانت بيئة الحوكمة في بلد ما أفضل كلما زاد الاستثمار في المحفظة المالية (Wang & Li, 2018: 6-12).

ب. **انفتاح السوق:** يُعبر عن درجة انفتاح الاقتصاد لبلد ما مع التجارة الدولية ويميل البلد إلى توفير بيئة استثمارية أكثر ملائمة إذا تمتع بانفتاح السوق بدرجة عالية ومن ثم يعمل على جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي، وإن هدف المستثمر للاستثمار في بلد ما هو الوصول إلى سوق تصنيع وتصدير المنتجات في ذلك البلد، وبهذا فإن الاستثمار الأجنبي المحفزي لا يسمح للمستثمر بتحقيق هذا الهدف لأنه لا يملك السيطرة على ما سوف يتم إنتاجه وما سيتم تصديره لذلك البلد، هنا يمكن القول بأنه لو كان الغرض من الاستثمار هو الوصول إلى الأسواق فإن الاستثمار الأجنبي المباشر سوف يكون الخيار الأفضل من الاستثمار الأجنبي المحفزي، أي كلما زاد انفتاح السوق يزداد الاستثمار الأجنبي المباشر (Raghavan & Selvam, 2017: 107).

ج. **تطوير سوق رأس المال:** تميل التدفقات للاستثمارات الأجنبية إلى تعزيز الإصلاحات المؤسسية والتنظيمية مما يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين ومشاركتهم في سوق رأس المال المحلي، ومن ناحية أخرى تميل سوق الأوراق المالية المتطورة بشكل جيد إلى جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي، وهنا فعلى الاستثمار الأجنبي المحفزي أن يكون أكثر حساسية لتطوير سوق الأوراق المالية لأنه السوق الذي يشتري فيها المستثمرون الأسهم ويبيعونها (Al-smadi, 2018: 329).

٣. **نظريات الاستثمار الأجنبي المحفزي:** هناك العديد من النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي

المحفزي وسيتم بيانها وعلى النحو الآتي: (Grujić, 2016: 68) (Agu & et Al., 2019: 3)
أ. **نظرية اختيار محفظة توبين:** إن مقولة العالم توبين الشهيرة والتي تنص على (تفضيل السيولة كسلوك تجاه المخاطرة)، حيث يتم تفضيل السيولة كأساس لاختيار الاستثمار في المحفظة المالية

على المخاطرة، وهذا ما يسمى بنظرية النفور من المخاطرة، وعملت هذه النظرية على إزالة العيوب من النظرية الكينزية لتفضيل السيولة حيث أنَّ النظرية الكينزية تعتمد على عدم مرونة توقع معدل الفائدة في المستقبل وإن الأفراد يمتلكون إما نقوداً أو سندات، إذ لا تعتمد على مرونة توقع سعر الفائدة مستقبلياً لكنها تعتمد على افتراض القيمة المتوقعة لمكاسب رأس المال أو الخسارة من الاحتفاظ بالفائدة، وعلى ضوء ذلك فإنَّ كينز يؤكد أنَّ محفظة الفرد يمكن أن تتكون من النقود والسندات حيث أنَّ النقود لا تجلب أي عائد ولا تعرض الفرد لأي مخاطر، في حين أنَّ السندات تدرُّ فائدة وتدرُّ دخلاً أيضاً، وإنَّ الدخل من السندات غير مؤكد لأنه يتعرض للمخاطر أو المكاسب أو الخسائر الرأسمالية، إذ إنه كلما ازداد الاستثمار في السندات تزداد المخاطر المرافقة لرأس المال ويحمل بذلك المستثمر المخاطر إذا تم تعويضه بعائد مناسب من السندات.

ب. **فرضية الكفاءة الهامشية:** تُرى هذه النظرية أنَّ قرارات الاستثمار تعتمد على المعدل العائد الداخلي (IRR) (Internal Rate of Return) الناتج عن الاستثمار في موجود معين يسمى فرضية الكفاءة الهامشية للاستثمار (Marginal Efficiency Hypothesis)، فقد عرف كينز معدل العائد الداخلي على أنه معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية (NPV) (Net Present Value) للتدفقات النقدية التي تقدمها العوائد المتوقعة من موجود رأسمالي خلال عمره الإنتاجي يساوي صفر، ويحسب معدل العائد الداخلي (IRR) من خلال الاعتماد على نفس معادلة صافي القيمة الحالية والتي تنص على ما يأتي:

$$NPV = \sum_{t=1}^t \frac{Ct}{(1+r)^t} - C0$$

حيث إنَّ:

NPV = صافي القيمة الحالية.

Ct = صافي التدفق النقدي خلال الفترة t.

C0 = إجمالي تكاليف الاستثمار المبدئية.

r = معدل الخصم.

t = عدد الفترات الزمنية.

وأستعمل كينز مفهوم الكفاءة الهامشية (MEI) بأنه: معدل الخصم الذي تتساوى عنده التدفقات النقدية الحالية مع القيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي، وتنص فرضية الكفاءة على المقارنة بين معدل الفائدة في السوق والكفاءة الهامشية وبهذا سوف تولد المقارنة مجموعة من قواعد القرار للشركات.

ج. **نظرية تدفق حركة رؤوس الأموال:** أجمع العلماء على أنَّ الانفتاح على تدفقات رأس المال له آثار مفيدة على النمو الاقتصادي، وبهذا فإنهم ذكروا أنه ليس من الواضح ما إذا كان انفتاح حساب رأس المال أو تحريره يؤدي إلى النمو الاقتصادي أو لا، وهذا الانفتاح هو نمو اقتصادي مستمر يتم قياسه بمتغيرات سياسية منفصلة أو فئوية، وإنَّ شدة الانفتاح الفعلي على أسواق رأس المال العالمية تختلف بمرور الوقت، وإنَّ الانفتاح السياسي ليس سوى جانب واحد من جوانب الانفتاح الفعلي وبذلك فإنَّ التدفقات الخارجة للأموال هي نتيجة مهمة للانفتاح.

ثانياً. الإطار العام لسوق الأوراق المالية:

١. **مفهوم سوق الأوراق المالية:** ينصرف مفهوم سوق الأوراق المالية (Financial markets) على أنها مكان أو أداة يتم التبادل من خلالها التقاء بائع الأوراق المالية مع المشتري لتلك الأوراق مقابل النقد حيث يتمكن المستثمرون من شراء وبيع الأسهم والسندات داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في ذلك المجال، وتسهم الأسواق في تحويل الأموال بين الوحدات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز بكفاءة عالية (هاشم وآخرون، ٢٠٢٠: ١٥٠)، وهو التقاء وحدات الفائض المالي مع وحدات العجز المالي بطريقة مباشرة وغير مباشرة، وهذه الأسواق تتكامل مع بعضها البعض من خلال التطورات والتي تتيح للمستثمرين الانخراط في أي سوق يرغبون به، كما تؤدي هذه الهجرة التجارية إلى ارتباط أعلى بين الأسواق العالمية (Hadžagić, 2021: 6).

٢. **نظريات سوق الأوراق المالية:** فيما يأتي سيتم عرض أهم نظريات سوق الأوراق المالية:

أ. **النظرية التقليدية للأسواق المالية:** يتم من خلال هذه النظرية تحديد الأسعار في الأسواق المالية لمساعدة المشاركين والمتداولين الذي يتداولون الموجودات المالية والأدوات المالية المختلفة، ويتم من خلال النظرية التقليدية مشاركة نظريتين أساسيتين على نطاق واسع فيما يتعلق بالتقييم والتسعير في الأسواق المالية: فالنظرية الأولى قائمة على القيم الاقتصادية: إن الأسعار في سوق الأوراق المالية تتشكل بناءً على القيمة الاقتصادية الحقيقية للموجودات والأدوات التي يتم تداولها، وفي أسواق الأسهم فإن أسعار الأسهم يتم تحديدها من خلال القيمة الحالية لأرباح الشركات المستقبلية، أما بالنسبة لتسعير الموجودات فيعتقد أن القيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي المتوقع للموجودات المالية هي نقطة البداية، حيث يتم الاعتراف بهذه النظرية على أنها الأساس أو نقطة البداية لتقييم وتحليلات أسعار السوق، في حين أن الأسواق المالية تتأثر بالعديد من العوامل المختلفة، لذلك لا يمكن تفسير التطور الحاصل في السوق على المدى القصير بناءً على تلك النظرية، أما النظرية الثانية فهي النظرية القائمة على كفاءة السوق: تفترض هذه النظرية على أن الأسعار في سوق الأوراق المالية تكون عادلة وشفافة ولا تترك فرص للمراجحة بين الأدوات وبين الأسواق، فإذا تركت هذه الفرصة في السوق فإنه من المرجح أن يستغل شخص ما هذه الفرصة لجني الأرباح، وبالتالي يقوم بالتلاعب في الأسعار سعياً وراء الأرباح، وهذه الحالة معقولة تماماً حيث تعتمد على تصرف المستثمر بعقلانية وكذلك تصبح المعلومات التي تؤثر على الأسعار متاحة في السوق، وهذه النظرية تكون ذات أهمية حيث إنها توفر وجهات نظر أساسية لعمل الأسواق المالية بافتراض وجود فرصة للمراجحة على ما يبدو (Kuroda, 2017: 2-3).

ب. **نظرية الفوضى:** يعتقد مؤيدو هذه النظرية أن هناك نوعاً من الترتيب بين الأنماط التي تبدو عشوائية للظواهر المختلفة من أنظمة الأسهم والأسواق، فقد تم تطوير نظرية الفوضى في الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين، عندما يكون من الصعب تحديد موقع النظام التالي ولا توجد أي امكانية للتنبؤ به، فإن هذه الأنظمة المعقدة التي تبدو غير متوقعة وغير مترتبة يطلق عليها أسم النظام غير المتوقع، ومثل هذا النظام لا يهبط في المكان نفسه مرتين، ولكن وفقاً لنظرية الفوضى عند ملاحظة مثل هذا النظام لفترة طويلة من خلال اختبار حالات النظام في أوقات مختلفة، وجد أن النظام يعرض دائماً جوهره النظامي، وإن الأنظمة الأكثر اضطراباً التي لا يمكن

التنبؤ بها تتحرك دائماً ضمن حدود معينة ولا تتجاوزها أبداً، وإنَّ العملية الفوضوية هي نتاج نظام ديناميكي غير خطي، ومثال على ذلك فإنَّ التقلبات الاقتصادية تعتبر سلوكاً ديناميكياً غير خطي، ولتحديد نظام الفوضى يجب فحص الأنظمة الديناميكية غير الخطية، وفي حالة السوق الفعال فإنَّ هذا السوق تؤثر فيه المعلومات المتاحة على أسعار الأوراق المالية، وبهذا فإنَّ سعر السهم الحالي يتضمن جميع المعلومات بما في ذلك المعلومات السابقة مثل أرباح السنة السابقة والمعلومات الحالية، وهذا ما يعني عدم القدرة على التنبؤ بمستقبل هذه الأسواق لأنَّ المعلومات المتوفرة لها كل تأثيراتها على السعر والمعلومات الجديدة عشوائية تماماً، وبهذا يتم التنبؤ في سوق الأوراق المالية بثلاثة مستويات (ضعيف – شبه قوي – قوي)، ويتم ذلك من خلال وجهات نظر مختلفة بما فيها الخطية أو غير الخطية، المتسلسلة أو الموازية، المنشأ الداخلي أو الخارجي (Rahbar & et al., 2019: 23-32).

ج. **نظرية السير العشوائي:** تعني هذه النظرية أنَّ أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطاً معين لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخطى تخطيطاً عشوائياً، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي، ففي السوق الكفوء تعكس الأسعار الحالية المعلومات المتاحة، ولا يتوقع أنَّ تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات جديدة، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أنَّ تكون جديدة، إذ كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً، فإنَّ التغيير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماداً على طبيعة المعلومة – سارة أو غير سارة – الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئاً (Mohan & Ramya, 2020: 149).

٣. **استراتيجيات سوق الأوراق المالية:** تحكم عمل سوق الأوراق المالية العديد من الاستراتيجيات والتي يعتمد عليها كل من البائع والمشتري في هذه السوق بهدف الوصول إلى أهدافهم التي تتجسد بتحقيق أعلى عائد وبأقل خسارة ممكنة، وسيتم عرض تلك الاستراتيجيات كالآتي:

أ. **استراتيجيات التداول عالية التردد:** أنَّ التداول عالي التردد هو نوع من التداول المالي الخوارزمي الذي يتميز بسرعات عالية، ومعدلات دوران عالية، ونسب تداول عالية من أجل التداول والتي تستفيد من البيانات المالية عالية التردد وأدوات التداول الإلكترونية، وتهدف هذه الاستراتيجية إلى أنَّ التداول عالي التردد بالنسبة للمتداولين يزيد من اكتشاف الأسعار ويحسن المقاييس التقليدية لجودة السوق مثل العمق المالي وتجاوز العرض عن الطلب، مما يعني أنه يمكن للمتداولين بأوامر السوق التنفيذ بسعر أكثر كفاءة وبتكلفة أقل، وإنَّ التحسين في هذه المقاييس يوفر القليل بالمعرفة حول التكاليف أو الفوائد للحد من متداولي الأسهم، ويمثل التداول عالي التردد أحد أهم التغييرات التي طرأت على هيكل السوق في العقود الأخيرة وأثار الجدل في الارتفاع في التداول عالي التردد حول خلق ساحة لعب غير متكافئة بين المتداولين ذوي الترددات العالية (HFT) (High Frequency Trades) والمتداولين البطيئين (المؤسسات والتجزئة)، وتقوم هذه الاستراتيجية طرْحاً مفاده أنَّ متداولي أوامر الحد الأبطأ يواجهون احتمالات تنفيذ أقل عند وجود متداولين أسرع، ويظهر هنا أنَّ المتداولين السريعين (HFT) يزاحمون المتداولين الأبطأ (المؤسسات والتجزئة) من عمليات التنفيذ، ويستخدم جميع المتداولين قناة واحدة في قرارات

التداول الخاصة بهم وهي المعلومات الواردة في دفتر الطلبات، وبذلك فإن المتداولين السريعين (HFT) لهم قدرة أكبر في استغلال هذه القناة مما يسمح لهم بمزاومة متداولي أوامر الحد الأبطأ والتخلص من معلومات الآخرين (Gomber & et al., 2022: 24)، وهناك آثار إيجابية وسلبية لاستراتيجية التداول عالية التردد على سوق الأوراق المالية، ومن الآثار الإيجابية على مستوى أداء السوق في حالة التقلبات فإن التداول عالي التردد يحسن بشكل كبير من أداء السوق من خلال عملها على تقليل التقلبات ويجعل التداول والاستثمار أقل تكلفة حتى مع الاندماج في الصفقات مع المشاركين الآخرين في الأسواق الخارجية، وكما يقلل من تضيق فوارق العرض والطلب، ومن الآثار السلبية على مستوى كفاءة السوق واستقرار التداول فإن استراتيجية التداول عالية التردد تؤدي إلى هشاشة هيكل سوق وذلك بسبب الاعتماد المفرط على الخوارزميات والتداول الآلي مما يشكل مخاطر على استقرار السوق (غربي ومخزومي، ٢٠٢١: ٣٨٠-٣٨٢).

ب. **استراتيجيات الزخم المعززة:** تصنف استراتيجيات الزخم المعززة على ثلاثة أنواع (١) الزخم المقاس للتقلب الثابت (٢) الزخم المتدرج شبه المتقلب الثابت (٣) الزخم المتدرج الديناميكي، وتؤدي هذه الأساليب الثلاثة إلى عوائد عالية وكذلك تعمل على التقليل من تعطيل الزخم، وهناك دراسات تعمل على ربط الزخم وعائدات الزخم المقاسة بالتقلب الثابت إلى ديناميكيات السوق من خلال التحليلات عبر الدول، إن استراتيجيات الزخم المعززة على أساس تقلب الإيرادات والتكاليف وخيارات النمو تم تشكيلها من قبل (Sagi and Seasholes) في عام 2007، وكما وجدوا أن استراتيجيات الزخم المعززة تتفوق على استراتيجيات الزخم التقليدية بحدود 5% سنوياً، ويرون أنه في الأسواق المتقدمة تكون لدى الشركات احتمالية أكبر للممارسة خيارات النمو الخاصة بها وهذا ما يزيد من ارتباطات العوائد التلقائية، في المقابل يرون أن في الأسواق الناشئة من المرجح أن تختلف الشركات عن سدادها وهذا يؤدي إلى تقليل خيارات المسؤولية المحدودة إلى عودة الارتباط التلقائي، ولذلك من المرجح أن تكون عوائد الزخم مسايرة للمتغيرات الاقتصادية والدورة الاقتصادية، وهناك بعض العلماء يلاحظون أن عوائد الزخم المتغيرة بمرور الوقت محفوفة بالمخاطر، ففي حالات التضخم الاقتصادي يكون المستثمرين الرباحين أكثر خطورة من المستثمرين الخاسرين، أما في حالات الانكماش الاقتصادي يكون المستثمرين الرباحين أقل خسارة من المستثمرين الخاسرين، إن استخدام نظام تبديل ماركوف لتحديد حالات السوق المختلفة بأن المستثمرين الرباحين لديهم احتمال أعلى في حالة التضخم الاقتصادي على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، في حين أن المستثمرين الخاسرين في حالة الانكماش الاقتصادي لديهم احتمال أعلى أثناء تلك المتغيرات، ففي حالة التضخم فإن تأثير خيارات النمو يسيطر على تأثيرات الرافعة المالية وذلك بسبب أن المستثمرين الرباحين لديهم خيارات نمو أعلى ورافعة مالية أقل مقارنة بالمستثمرين الخاسرين، وبذلك تكون العوائد المتوقعة أعلى بالنسبة للمستثمرين الرباحين وبالتالي يؤدي إلى عوائد زخم إيجابية، أما في حالة الانكماش فقد تهيمن تأثيرات الرافعة المالية على تأثيرات خيارات النمو، وذلك بسبب أن المستثمرين الخاسرين يتمتعون برافعة مالية أعلى وخيارات نمو أقل وهذا ما يؤدي إلى أن العوائد المتوقعة للمستثمرين الخاسرين أعلى منها للمستثمرين الرباحين وبالتالي تكون عوائد الزخم سلبية أثناء حالة الانكماش، في حين وجد (Asem and Tian)

في عام 2010 أن عوائد الزخم تكون ايجابية في حالات السوق المستمرة في حين تكون عوائد الزخم سلبية أثناء تحولات السوق (Hurst, 2016: 35).

ثالثاً. دور الاستثمار الأجنبي المحفزي في ديناميكية سوق الأوراق المالية: يمثل الاستثمار الأجنبي المحفزي أحد أهم العناصر التي تعمل على حدوث تقلبات في أداء سوق الأوراق المالية، وذلك بسبب وجود جهات فاعلة سائدة في كل من الأسواق المحلية والأسواق خارج وطن الأم، وهذا ما يقرر مصير سوق الأوراق المالية إلى حد كبير، وقد أكتسب الاستثمار الأجنبي المحفزي أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية بعد الاصلاحات الاقتصادية التي شهدتها الدول وكذلك عمليات التحرير لرؤوس الأموال، وأن الاستثمار في المؤسسات الأجنبية يندرج ضمن فئة المستثمرين الأكثر تطوراً وذلك بسبب مشاركتهم الكبيرة في الأوراق المالية المختلفة، إذ يلعب المستثمرون في الاستثمار الأجنبي المحفزي دوراً مؤثراً إذ إن النسبة الأكبر من الأوراق المالية تصبح تحت وصايتهم، وبذلك يصبحون أحد الأسباب الرئيسية لتقلب أسعار مؤشرات سوق الأسهم، وبهذا يعزى التطور والنمو الحاصل في سوق الأوراق المالية إلى المستثمرين الأجانب، وإن هذه التدفقات من رؤوس الأموال ساعدت اقتصاديات الدول على تحقيق أعلى مستويات من النجاح وذلك من خلال المساهمة في احتياطات النقد الأجنبي، إن تقلبات سوق الأوراق المالية تصاعدت بسبب دخول الأموال الأجنبية لتلك الأسواق، وكما وجدت بعض الدراسات نتيجة جرانجر السببية أن سوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة لا يؤثر فقط على حركة سوق الأسهم، ولكنه يتسبب أيضاً في حدوث تغيير في حركة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في سوق رأس المال، ويتلخص ذلك في أنه يجب على المنظمين لسوق رأس المال أن يراقبوا أنشطة المستثمرين المؤسسين عن كثب لأن نمط تداولهم يؤثر على أداء سوق الأسهم، وبذلك لابد من دراسة سببية بين الاستثمار الأجنبي المحفزي وسوق الأوراق المالية بشكل مكثف لأنها ستكون مفيدة لواضعي السياسات في صياغة السياسات المتعلقة بسوق الأوراق المالية والمتعلقة بحدود الاستثمار، وإن معرفة تلك العلاقة السببية على نطاق واسع ستكون مفيدة بشكل كبير للمستثمرين والأفراد وكذلك تكون مفيدة في تصميم استراتيجيات الاستثمار الخاصة بهم، وتوفر بعض الدراسات منصة للأكاديميين والمتعلمين لتطوير نظرية ومواصلة استكشاف هذه العلاقة مع مراعاة المتغيرات وديناميكيات سوق الأوراق المالية (Sharma & Mittal, 2019: 250-255).

المبحث الثالث: قياس وتحليل أثر الاستثمار الأجنبي المحفزي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

أولاً. وصف متغيرات عينة الدراسة:

١. **مسوغات اختيار العينة:** عينة قصدية لبورصة عمان للأوراق المالية لكونها بورصة تتفاوت في مستوى تطورها وتعمل في بيانات اقتصادية وسياسية واجتماعية، فضلاً عن إمكانية الحصول على البيانات من التقارير والنشرات المالية المفصّل عنها من قبل البورصة عينة الدراسة.
٢. **متغيرات الدراسة:** تضمن البحث وصف لمتغيرات الدراسة المُفسرة والمُعتمدة للبورصة عينة الدراسة كما يأتي:

اشتملت الدراسة على مؤشر الاستثمار الأجنبي المحفظي كمُتغير مستقل ومؤشر حجم التداول كمُتغير مُعتمد فضلاً عن المُتغيرات الضابطة (معدل التضخم، سعر الفائدة) لعينة من بورصة عمان للمدة (2010-2020)، وقد تم استخدام برنامج (Eviews10) في إيجاد المؤشرات الإحصائية وتحليل الأثر بين مُتغيرات الدراسة، وتم تحويل البيانات إلى الصيغة الربع سنوية وبذلك يكون عدد المشاهدات (44) مشاهدة لكل مُتغير من المُتغيرات المذكورة.

الجدول (١): مُتغيرات الأنموذج القياسي

نوع المُتغير	رمز المُتغير	أسم المُتغير	المُتغيرات
تابع	Y1	مؤشر حجم التداول	المُتغيرات التابعة
مستقل	X1	الاستثمار الأجنبي المحفظي	المُتغيرات المفسرة
مستقل	X2	معدل التضخم	المُتغيرات الضابطة
مستقل	X3	سعر الفائدة	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان استناداً إلى توصيف النموذج.

ثانياً. اختبار فليبس-بيرون. **Philips-Perron (P-P)**: كانت نتائج كلا الاختبارين (P-P) و (ADF) متشابهة وإنها استقرت عند الفرق الأول (١) وعند الحد الثابت فقط (Intercept) لكل المُتغيرات، وكما في الجدول الآتي:

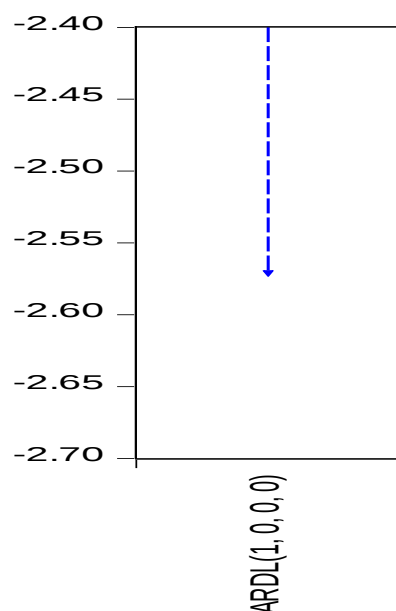
الجدول (٢): نموذج الاتجاه والتقاطع (الثابت) لبورصة عمان للأوراق المالية

اختبار الإستقرارية						
Variables المُتغيرات	Level (المستوى)			1 st Difference (الفرق الأول)		
	ADF	Sig.	Result	ADF	Sig.	Result
X1	-1.634560	0.4560	No stationary	-2.970744	0.0466	stationary
X2	-1.115965	0.7002	No stationary	-2.432050	0.0163	stationary
X3	-1.134833	0.6925	No stationary	-1.865414	0.0599	stationary
Y	-1.9876539	0.2909	No stationary	-2.916594	0.0525	stationary

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان استناداً إلى توصيف النموذج.

ثانياً. اختبار أنموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية المبطنة **ARDL**: بعد أن تم اختبار سكون السلاسل الزمنية للمُتغيرات الاقتصادية (الاستثمار المحفظي والمُتغيرات الضابطة) كمُتغير مستقل و (حجم التداول) كمُتغير تابع، وتبين أن جميعها كانت مستقرة عند الفرق الأول 1 ومن خلال تطبيق اختبار معيار معلومات اكاكي لاختيار النموذج الأمثل من بين النماذج الممكنة لنموذج **ARDL**. يوضح الشكل رقم (١) نتائج معيار اكاكي لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية وكما يأتي:

Akaike Information Criteria



الشكل (١): نتائج معيار اكاكي لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviwes10).

تُشير نتائج الشكل رقم (١) إلى أن النموذج الأمثل لدراسة علاقة الأجل الطويل بين المتغيرات المفسرة والمتغير المعتمد هو النموذج: Selected Model: ARDL(1,0,0,0)، وأن النموذج الأمثل امتلك أقل قيمة لهذا المعيار وقد بلغت (-2.571041) وهو النموذج الذي يأخذ إبطاءات بعدد (1) للمتغير المعتمد (Y) وإبطاء بعدد (0) للمتغيرات المفسرة (X1, X2, X3) على التوالي.

ثالثاً. نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك **Bound Test**: من خلال الموازنة بين إحصائية F وحدود القيم الحرجة العليا والدنيا، كما في الجدول الآتي:

الجدول (٣): نتائج اختبار الحدود Bound Test لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

الاختبار الإحصائي المستخدم Test Statistic	القيمة المحسوبة Value	(عدد المتغيرات المستقلة) K
F-statistic	14.75802	3
القيمة الجدولية (Critical Value Bound)		
مستوى المعنوية	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08
1%	3.65	4.66

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول رقم (٣) أن قيمة (F-statistic) المحتسبة بلغت (14.75802) وهي أكبر من القيمة الجدولية العظمى والصغرى إذ بلغا (3.67)، (2.79) عند مستوى معنوية (5%)، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين الاستثمار المحفظي الأجنبي ومؤشر حجم التداول، أي وجود علاقة توازنه طويلة الأجل.

رابعاً. اختبار المعلمات المقدرة (قصيرة الأجل) ومعامل تصحيح الخطأ غير المقيد: يوضح الاختبار معامل تصحيح الخطأ وسرعة العودة في الأجل الطويل إلى التوازن والجدول أدناه يوضح ذلك.

الجدول (٤): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ والتأثير قصير الأجل لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob*.
C	-0.047333	0.010882	-4.349592	0.0003
X1	0.383713	0.008720	44.00150	0.0000
X2	-0.026134	0.008365	-3.124179	0.0053
X3	0.103258	0.011755	8.783935	0.0000
CointEq(-1)*	-0.290860	0.065116	-4.466775	0.0002

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

أظهر الجدول رقم (٤) التأثير المقدر بأن نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) بلغت قيمته (-0.29) سالبة ومعنوية وباحتمالية (Prob=0.0002) وهذا يعكس وجود تأثير توازني في الأجل القصير بين المتغيرات المدروسة، وإن حجم التداول يستغرق حوالي ثلاث سنوات وأربعة أشهر باتجاه القيمة التوازنية بسبب أي صدمة في النموذج أو تغير في المتغير المستقل.

خامساً. اختبار المعلمات المقدرة (طويلة الأجل): هذا الاختبار يوضح تقدير المعلمات في الأجل الطويل من أجل الكشف عن درجة التأثير ونوعه، كما في الجدول الآتي:

الجدول (٥): نتائج تقدير معلمات طويلة الأجل لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob*.
X1	0.384822	0.003933	97.83524	0.0000
X2	-0.017398	0.002274	-7.650474	0.0000
X3	0.007758	0.001840	4.215961	0.0004
C	-0.162735	0.015804	-10.29679	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول رقم (٥) التأثير الطردي بين حجم التداول (Y) كمتغير تابع والاستثمار المحفظي وسعر الفائدة كمتغيرات مستقلة (X3, X1) والتأثير ذات دلالة إحصائية معنوية للاستثمار الأجنبي المحفظي (0.0000) ومعنوية لسعر الفائدة (0.0004) وتأثير عكسي مع معدل التضخم (X2) ذات دلالة إحصائية معنوية (0.0000) مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، والقيمة (0.38)

تشير إلى أن أي زيادة في الاستثمار الأجنبي المحفظي ($X1$) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة حجم التداول (Y) بمقدار 0.38%، وهذا يعني وجود تأثير طردي ومعنوي بين حجم الاستثمار الأجنبي وحجم التداول في الأجلين القصير والطويل، 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، والقيمة (-0.01) تشير إلى أن أي زيادة في معدل التضخم ($X2$) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى انخفاض حجم التداول (Y) بمقدار 0.01%، وهذا يشير إلى أن ارتفاع التضخم سوف يؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية سواء في الأسهم أو في الأوراق ذات الدخل الثابت كالسندات، مما يقلل من التداول في تلك الأوراق من قبل المستثمرين، والقيمة (0.007) تشير إلى أن أي زيادة في سعر الفائدة ($X3$) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة حجم التداول (Y) بمقدار 0.007%، وهذا يدل على أنه في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في البلد سوف يعمل تشجيع جذب المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية، ويتوقع المستثمر من خلالها الزيادة في الحصول على العوائد التي تدر من تلك الاستثمارات في السوق، والجدول التالي يلخص التأثيرات السابقة:

الجدول (٦): التأثير طويل الأجل بين المتغيرات لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

المتغير المعتمد	المتغير المستقل	نوع التأثير	المسوغات
حجم التداول (Y)	الاستثمار الأجنبي المحفظي ($X1$)	موجب طردي	وهو ما جاء موافقاً مع دراسة (حركاتي وشفافة، ٢٠٢١).
حجم التداول (Y)	معدل التضخم ($X2$)	سالب عكسي	وهو ما جاء موافقاً مع دراسة (ادريس، ٢٠١٩).
حجم التداول (Y)	سعر الفائدة ($X3$)	موجب طردي	وهو ما جاء موافقاً مع دراسة (ادريس، ٢٠١٩).

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي.
وبهذا فقد تم رفض الفرضية الرئيسية والتي تنص على (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية)، وقبول الفرضية البديلة.

خامساً. إجراء الاختبارات التشخيصية للبواقي المقدرة: سيتم إجراء الاختبارات التشخيصية لغرض التأكد من دقة النتائج السابقة وكما يأتي:

١. اختبار مشكلة الارتباط الذاتي **Serial Correlation LM Test**: يوضح نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي كما في الجدول الآتي:

الجدول (٧): نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي LM لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.399993	Prob. F(2,18)	0.2722
Obs*R-squared	4.980749	Prob. Chi-Square(2)	0.0829

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

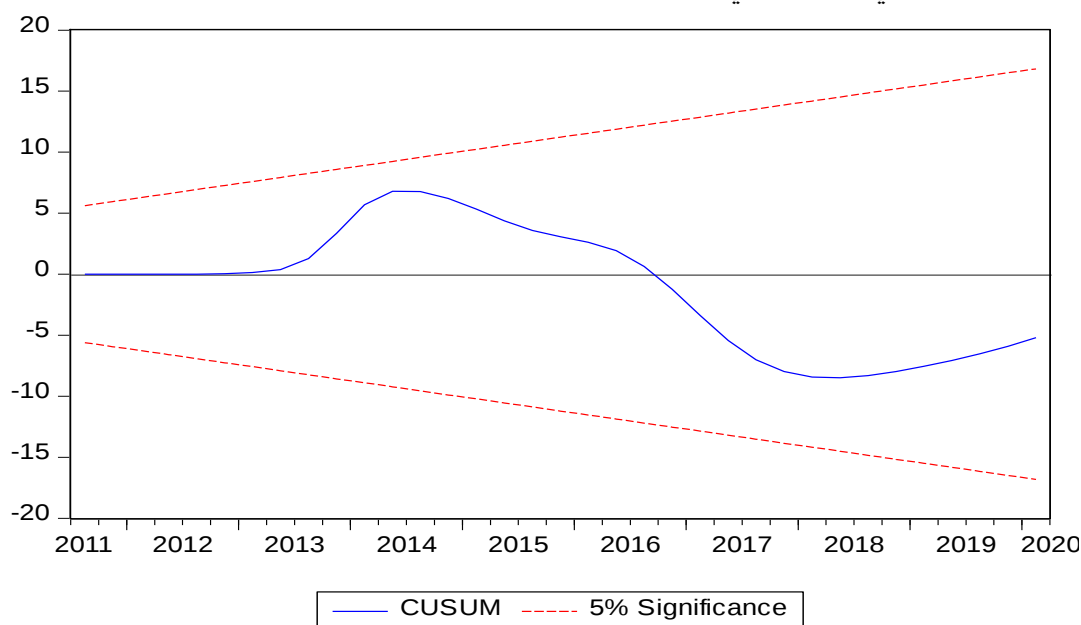
ويُلاحظ من خلال الجدول رقم (٧) بأن قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob = 0.2722) وهي أكبر من (5%) وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات العشوائية.

٢. اختبار مشكلة عدم تجانس التباين **Heteroskedasticity Test (ARCH)**: يوضح نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين لـ ARCH كما في الجدول الآتي:
الجدول (٨): نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين ARCH لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.060782	Prob. F(1,34)	0.8067
Obs*R-squared	0.064243	Prob. Chi-Square(1)	0.7999

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).
يُشير الجدول رقم (٨) بأن قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob=0.8067) وهي أكبر من (5%) وهذا يعني أن النموذج يخلو من مشكلة اختلاف التباين تباين بين المتغيرات العشوائية.

٣. اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج: يُعتبر اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج (ARDL) المقدر من الاختبارات المهمة من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، وكما في الشكل الآتي:



الشكل (٢): نتائج اختبار استقراره النموذج لمؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).
يُظهر الشكل رقم (2) ومن الجزء (CUSUM) أن المجموع التراكمي للبواقي داخل حدود القيم الحرجة عند مستوى معنوية (5%) وهذا يدل على استقراره النموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل.

الاستنتاجات والمقترحات

- أولاً. الاستنتاجات:** أفرزت الدراسة مجموعة من الاستنتاجات والتي يمكن أن تسهم في إثراء الجانب المعرفي يمكن عرضها على النحو الآتي:
١. يحقق الاستثمار الأجنبي المحفزي منافع كثيرة للبلدان المضيفة ومن أهمها دور الاستثمار الأجنبي المحفزي في تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية.
 ٢. يُطلق على الاستثمار الأجنبي اسم الأموال الساخنة عندما يكون الاستثمار قصير الأجل، وهذا ما ينجم عنه عدم الاستقرار الاقتصادي للبلد المضيف له، وذلك لاحتمال أن يتخذ المستثمر قراراً مفاجئاً بالمغادرة.
 ٣. شهدت بورصة عمان تقلبات واضحة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفزي وكذلك حجم التداول الأجنبي على الرغم من الجهود الكبيرة التي بذلتها في مجال جذب الاستثمار الأجنبي أو تحسين سيولة سوقها المالي، ويعود السبب إلى الأوضاع السياسية والأمنية التي شهدتها المناطق المجاورة خلال عام ٢٠١٣ فضلاً عن تأثرها بتداعيات انتشار فايروس كورونا عام ٢٠٢٠.
 ٤. أظهرت الدراسة استقرارية في معلمات نموذج الدراسة المقررة وذلك في إشارة إلى دقة ومصادقية نتائج النموذج القياسي.
 ٥. أوضحت نتائج (P-P) و (ADF) في بورصة عمان للأوراق المالية أنها استقرت عند الفرق الأول.
 ٦. أثبتت الدراسة الأثر الإيجابي للاستثمار الأجنبي المحفزي في مؤشر حجم تداول في بورصة عمان للأوراق المالية في الأجلين القصير والطويل الأمد، في حين معدل التضخم انعكس تأثيره السلبي في مؤشر حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية وفي ذات الأجلين.
 ٧. تبين الأثر الإيجابي لسعر الفائدة في مؤشر حجم التداول لبورصة عمان للأوراق المالية وفي الأجلين القصير والطويل الأمد.
- ثانياً. المقترحات:** استكمالاً لمتطلبات المنهجية وإبقاءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج واستنتاجات فمن المفيد تقديم التوصيات الآتية:
١. تطوير بورصة عمان للأوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية بهدف استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية للسوق، وذلك بتوفير الأموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية للمساهمين مع الالتزام بالقيود التي تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسات الاقتصادية للدولة.
 ٢. لجذب استثمارات جديدة للسوق ومن بينها الاستثمار الأجنبي غير المباشر ضرورة العمل على تنويع الأوراق المالية واستحداث أنواع جديدة منها.
 ٣. تطوير نظام التداول الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية أسوةً بالأسواق المالية العالمية، وذلك من أجل تطوير إجراءات عمليات التداول للمستثمر في أي موقع وبأقل تكلفة ممكنة مما يجعل عملية الاستثمار أكثر سهولة.
 ٤. لكي تتمكن السوق من جذب المستثمرين الذين يبحثون عن استثمار مدخراتهم لا بد من ضرورة قيام بورصة عمان للأوراق المالية بالعمل على متابعة الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته، وكما يجب زيادة نشر الوعي الثقافي لدى المواطنين في السوق والاستثمار فيه بهدف رفع مستوى وعيه الأحادي والاستثماري.

٥. إنَّ سرعة إعادة فتح التداول على أسهم الشركات يساعد في تنشيط التداولات في السوق، مما ينبغي ضرورة العمل على تقليل فترات التي يتوقف فيها التداول على أسهم الشركات في حال اجتمعت الهيئات العامة لتلك الشركات.

٦. إنَّ الانسحاب المفاجئ للمستثمر الأجنبي من السوق ينعكس سلباً على عمل السوق، ولا بد من وضع حد أعلى للأسهم التي يسمح للمستثمر الأجنبي أن يمتلكها بحيث لا يمكن تجاوز هذا الحد، إذ أنَّ إطلاق نسب التملك للأجانب يعني السماح للمستثمر الأجنبي بالاستحواذ على الشركات المدرجة في السوق.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

أ. الوثائق والنشرات الرسمية:

١. بورصة عمان، التقرير السنوي لبورصة عمان للسنوات (٢٠١٠-٢٠٢٠)، الأردن.
٢. هيئة الأوراق المالية، التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات (٢٠١٠-٢٠٢٠)، الأردن.
٣. البيانات المفتوحة للبنك الدولي للسنوات (٢٠١٠-٢٠٢٠)، مجموعة البنك الدولي.
٤. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات (٢٠١٠-٢٠٢٠)، الإمارات.

ب. الرسائل والأطاريح:

١. ادريس، علي رضوان، ٢٠١٩، أثر المخاطر السوقية على الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان – رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن.
٢. عيشاوي، علي، ٢٠١٨، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨- أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر.

ج. المجلات والدوريات:

١. جسوم، بكر حميد، ٢٠٢١، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الناتج المحلي الإجمالي في العراق للمدة (٢٠٠٩-٢٠١٩)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد ١٧، العدد ٦٤، العراق.
٢. حركاتي وشنافة، نبيل، جهراء، ٢٠٢١، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان – دراسة تحليلية قياسية باستخدام نموذج (ARDL) للفترة (١٩٩٦-٢٠١٩)، مجلة دراسات اقتصادية، مجلد ٢١، العدد ١، الجزائر.
٣. غربي ومخزومي، هشام، لطفي، ٢٠٢١، استراتيجيات المتاجرة عالية التردد (Hft) وأثرها على استقرار التداول في البورصات العالمية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، مجلد ٦، العدد ١، الجزائر.
٤. هاشم وسعيد وسالم، سعاد قاسم، عفراء هادي، أحمد داوود، ٢٠٢٠، تحليل مؤشرات أداء السوق المالية – دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٩-٢٠١٨)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد ١٦، العدد ٥٢، العراق.

ثانياً. المصادر الأجنبية:

A. Dissertations and thesis:

1. Hadžagić, Harun, 2021, Asian, European and US stock markets, Do shifts in the Asian stock market trigger a shift in the European and US stock markets and vice versa, master A thesis, International BURCH University.

2. Hurst, Gareth, 2016, The momentum premium: An economic and behavioural examination, PhD Thesis, University of Newcastle.

B. Journals:

1. Agu & Calistus & Clement, Anthony Ogbonna¹, Ogu, Ezeanyej, 2019, Foreign Portfolio Investment and Stock Market Returns in Nigeria, IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Vol.,10, Issue 6, Nigeria.
2. Grujić & Rajčević, Miloš, Perica, 2016, Application of the modern portfolio theory in diversification of the debt securities portfolio in emerging markets, Journal of Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, Issue 13, Chicago.
3. Liu Wang, Shaomin Li, 2018, Determinants of Foreign Direct and Indirect Investments: A Comparative Analysis Between Emerging and Mature Markets, International Journal of Emerging Markets, USA.
4. Mohan & B. Ramya, Sumathy, 2020, A Random Walk Theory on Stock Market of Selected Saarc Countries Stock Market, UGC Care Journal, Vol., 43, No., 4, Sambodhi.
5. Oke & Adejayan & Kolapo & Mokuolu, Michael Ojo, Adeola Oluwakemi, Funsho Tajudeen, Joseph Oluseye, 2020, Pull and Push Factors as Determinant of Foreign Portfolio Investment in The Emerging Market, Journal of Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions, Vol., 10, Issue 4, Nigeria.
6. S. Raghavan & Dr. M. Selvam, 2017, Determinants of Foreign Portfolio Investment and Their Effects on The Indian Stock Market, International Journal of Management (IJM), Vol., 8, Issue 3, India.
7. Al-Smadi, Mohammad O., 2018, Determinants of Foreign Portfolio Investment: The Case of Jordan, Investment Management and Financial Innovations, Vol., 15, Issue 1, Ukraine.
8. Rahbar & Tehrani & Sabry & Gurbanzadeh, Amir Hossein, Reza, Jafar, Sasan, 2019, Chaos Theory and Stock Markets (Case of Tehran Stock Market), Management organizational culture, Vol., 8, No., 22, Iran.
9. Sharma & Mittal, Meenakshi, Anil Kumar, 2019, Role of Foreign Portfolio Investment in Dynamism of Indian Capital Market: A Causality Study, Ramanujan International Journal of Business and Research, Vol.,4, India.
10. Al-Smadi, Mohammad O., 2018, Determinants of Foreign Portfolio Investment: The Case of Jordan, Investment Management and Financial Innovations, Vol., 15, Issue 1, Ukraine.

C. Conferences:

1. Kuroda, Haruhiko, 2017, Theory on Financial Markets and Central Banks, Speech at the 2017 Spring Annual Meeting of the Japan Society of Monetary Economics.

D. Books:

1. Gomber & Arndt & Lutat & Uhle, Peter, Björn, Marco, Tim, 2020, High-Frequency Trading, Deutsche Borse Group, Germany.