



جامعة اليرموك  
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية  
قسم الاقتصاد

أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطات الأجنبية في  
الأردن دراسة قياسية: خلال الفترة (1980-2017)

**The Impact of Foreign Indirect Investment in ASE on Foreign  
Reserves in Jordan An Econometric study: During the period  
(1980-2017)**

اعداد الطالب  
محمد صلاح الدين المومني

أشرف  
الدكتور سهيل مقابلة

لجنة المناقشة

أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطات الأجنبية في الأردن دراسة قياسية: خلال  
الفترة (1980-2017)

إعداد الطالب

محمد صلاح الدين المومني

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في كلية الاقتصاد والعلوم

الإدارية في تخصص الاقتصاد في جامعة اليرموك، اربد، الأردن

وافق عليها

د. سهيل عيسى مقابلة .....  ..... مشرفاً ورئيساً

أستاذ مشارك في الاقتصاد، جامعة اليرموك

أ.د. رياض عبد الله المومني .....  ..... عضو

أستاذ في الاقتصاد، جامعة اليرموك

د. أرقم عبد الرزاق الرباعي .....  ..... عضو

أستاذ مشارك في قسم الاقتصاد، الجامعة الهاشمية

ب

بسم الله الرحمن الرحيم

الاهداء

اهدي هذا الجهد المتواضع

إلى والدي قدوتي وسندي

إلى والدتي نبضي وروحي

إلى عائلتي

إلى كل من ساندني، إلى أصدقائي وزملائي، إلى كل من وقف بجانبني

محمد صلاح الدين المومني

## الشكر والتقدير

يسرني ان أتقدم ببالغ الشكر والتقدير إلى استاذي الفاضل الدكتور سهيل مقابلة على ما قدمه من وقت وجهد في توجيهي وارشادي والمتابعة والدعم المستمر والحرص الدائم على تقديم الأفضل لإنجاز هذه الرسالة.

واتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة، والجهد الذي بذلوه في تقديم البناء على محتوى الرسالة، كما أتقدم بجزيل الشكر إلى اساتذتي الأعزاء في قسم الاقتصاد دون استثناء لما قدموا من علم وما غرسوا فينا من قيم .

محمد صلاح الدين المومني

## فهرس المحتوى

رقم الصفحة	الموضوع
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
1	1.1 المقدمة
2	2.1 مشكلة الدراسة
2	3.1 هدف الدراسة
2	4.1 أهمية الدراسة
3	5.1 أسئلة الدراسة
3	6.1 فرضيات الدراسة
3	7.1 مصادر وبيانات الدراسة
4	8.1 تسلسل الدراسة
5	الفصل الثاني: الدراسات السابقة والإطار النظري
5	1.2 المقدمة
5	2.2 الدراسات السابقة
13	3.2 الإطار النظري
13	1.3.2 الاحتياطات الأجنبية
17	2.3.2 الأسواق المالية
19	3.3.2 الاستثمار الأجنبي غير المباشر
20	1.3.3.2 خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر
20	2.3.3.2 مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر
22	4.3.2 العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاحتياطات الأجنبية
23	5.3.2 الخلاصة
24	الفصل الثالث: الاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن
24	1.3 المقدمة

26	2.3 تطور الاحتياطات الأجنبية
35	3.3 الاستثمار الأجنبي غير المباشر
35	1.3.3 بورصة عمان
36	2.3.3 تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر
41	4.3 الخلاصة
42	الفصل الرابع: منهجية الدراسة والتحليل القياسي
42	1.4 المقدمة
42	3.4 متغيرات الدراسة
43	4.4 النموذج القياسي
44	5.4 الاختبارات التشخيصية
45	1.5.4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)
47	2.5.4 اختبار استقراره النموذج (Stability Test)
47	3.5.4 اختبار التكامل المشترك (Co-Integration Test)
48	6.4 نتائج التحليل القياسي للاختبارات التشخيصية
48	1.6.4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (ADF, PP)
51	2.6.4 اختبار استقراره النموذج (CUSUM and CUSUM of squared Test)
52	3.6.4 اختبار التكامل المشترك (Bound Test)
53	4.6.4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Test)
53	7.4 تقدير النموذج (ARDL)
58	8.4 الخلاصة
59	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات
59	1.5 النتائج
61	2.5 التوصيات
62	3.5 المراجع
67	4.5 الملاحق

## قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول		
رقم الصفحة	الموضوع	الجدول
27	الاحتياطيات الأجنبية والنتاج المحلي الإجمالي والعجز في الميزان التجاري وخدمة الدين الخارجي في الأردن خلال الفترة (1980-2016)	الجدول (1-3)
37	نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي واجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر (1995-2017)	الجدول (2-3)
49	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)	الجدول (1-4)
50	اختبار فيليبس بيرون (PP)	الجدول (2-4)
52	اختبار الحدود (bound test)	الجدول (3-4)
53	الاختبارات التشخيصية للتحليل القياسي	الجدول (4-4)
54	نتائج التقدير طويل الأجل للنموذج باستخدام طريقة (ARDL)	الجدول (5-4)
56	نتائج التقدير القصير الأجل عن طريق نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة (ARDL)	الجدول (6-4)
قائمة الأشكال		
رقم الصفحة	الموضوع	الشكل
30	الاحتياطيات الأجنبية بالأردن كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي خلال الفترة (1980-2016)	الشكل (1)
31	النمو بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة % (1980-2016)	الشكل (2)
32	كفاية الاحتياطيات الأجنبية والمستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017)	الشكل (3)
33	مكونات الاحتياطيات الأجنبية خلال الفترة (2012-2016)	الشكل (4)
39	نسبة النمو بالاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن خلال الفترة (1995-2017)	الشكل (5)
40	النمو بالرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية (نقاط) خلال الفترة (1995-2017)	الشكل (6)
51	CUSUM test	الشكل (7)
51	CUSUM squares test	الشكل (8)

## الملخص

المومني، محمد. أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطات الأجنبية في الأردن: دراسة قياسية (1980-2017). رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة اليرموك، الأردن، 2018 (المشرف: الدكتور سهيل مقابلة)

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017)، ولتحقيق ذلك تم اتباع منهجين الوصفي والقياسي، وتم اجراء العديد من الاختبارات التشخيصية مثل اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية واختبار استقرارية النموذج واختبار التكامل المشترك، وبناءً على نتائج هذه الاختبارات تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات التباطؤ الموزعة (ARDL)، وبسبب نقص البيانات تم أخذ بيانات نصف سنوية لتحليل النموذج القياسي خلال الفترة (1995-2017).

أظهرت نتائج الدراسة في المدى القصير أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤثر ايجابياً على الاحتياطات الأجنبية، حيث ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر 1% سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية 0.19% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وكان تأثير حوالات العاملين سلبياً على الاحتياطات الأجنبية بينما أثرت الإيرادات السياحة وخدمة الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر ايجابياً على الاحتياطات الأجنبية، اما بالنسبة للصادرات فتشير النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

وعلى المدى الطويل أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر سلبياً على الاحتياطات الأجنبية، حيث أن زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 0.43%. وأثرت حوالات العاملين والاستثمار الأجنبي المباشر ايجابياً على الاحتياطات الأجنبية بينما كان أثر الصادرات وخدمة الدين الخارجي سلبياً على الاحتياطات الأجنبية، اما الإيرادات السياحة فلا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين الاحتياطات الأجنبية.

**الكلمات المفتاحية:** الاستثمار الأجنبي غير المباشر، الاحتياطات الأجنبية، بورصة عمان، الأردن.



## Abstract

### **Almomani, Mohammad (2018). The impact of Foreign Indirect Investment in ASE on Foreign Reserves in Jordan: An Econometric study (1980-2017).**

This study aims to investigate the impact of foreign indirect investment on foreign reserves in Jordan from the period of 1980 to 2017. To achieve study aims, the researcher used two research methods; descriptive and econometric methods to explain these relations, and to clarify the contribution of Foreign Indirect Investment (FII) on foreign reserves. Many diagnostic tests have been applied, Unit Root Tests for stationary, Stability Test and Co – integration Test. The Autoregressive Distribution Lag (ARDL) was applied for the Regression, and because of the lack of data semiannual data was taken during the period 1995 to 2017.

The estimated show that in the short-run there is a positive impact of foreign indirect investment on foreign reserves, where if foreign indirect investment increases by 1% as a percentage of nominal GDP, the foreign reserves increase by 0.19 as a percentage of GDP. and it also show that tourism revenue, external debt service and foreign direct investment affect positively on foreign reserves, whereas workers remittances affects negatively on foreign reserves, according to exports, the results indicate that there is no statistically significant relationship between them and foreign reserves.

Whereas, in the long-run foreign indirect investment has a negative impact on foreign reserves in Jordan, where if foreign indirect investment increases by 1% as a percentage of nominal GDP, the foreign reserves increase by 0.43 as a percentage of nominal GDP. Workers remittances and foreign direct investment have a positive

impact, while exports and external debt service effect negatively on foreign reserves, according to tourism revenue, the results indicate that there is no statistically significant relationship between them and foreign reserves.

**Key Words:** Foreign Indirect Investment, Foreign Reserves, Amman Stock Exchange, Jordan.

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

#### 1-1 المقدمة

الاحتياطيات الأجنبية هي عبارة عن مجموع قيم الذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة التي يحتفظ بها البنك المركزي للبلد خلال فترة زمنية معينة، وقد تكون هذه العملات بالدولار الأمريكي أو اليورو أو الين الياباني أو غيرها من العملات الرئيسية في العالم. تعتبر الاحتياطيات الأجنبية في بلد ما مؤشراً على قوة العملة المحلية لذلك البلد، وقد تستخدم للتعبير عن مدى الاستقرار النقدي، وتحديد المستوى الائتماني للدولة من قبل وكالات التصنيف الائتماني. كما تلعب الاحتياطيات الأجنبية دوراً مهماً في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي للدول، إذ تمكن الدول من دفع الديون الخارجية والفائدة المترتبة عليها وأية التزامات خارجية أخرى على القطاع العام وتمول المستوردات، وتلبي كذلك الالتزامات المالية للقطاع الخاص تجاه الدول الأجنبية.

فاقتصادات الدول المختلفة تسعى إلى تعزيز حجم الاحتياطيات الأجنبية من العملات لديها لضمان نظام اقتصادي قوي، وتقليل أثر الاختلال في الميزان التجاري، وحماية الاقتصاد من الانخفاض المفاجئ في التدفقات الأجنبية التي تدخل إلى الدولة. وتعتبر تقلبات سعر الصرف للعملات الأجنبية أحد أكبر المخاطر التي تؤثر على الاحتياطيات الأجنبية.

هناك العديد من مصادر الاحتياطيات الأجنبية منها الصادرات وحوالات العاملين والسياحة والمساعدات الخارجية والدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر. كما يعد الاستثمار الأجنبي غير المباشر من مصادر الاحتياطيات الأجنبية كذلك، حيث يمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية للدولة المضيفة، كما يلعب الاستثمار الأجنبي غير المباشر دوراً مهماً في بورصة

عمان حيث ان ملكية غير الأردنيين تشكل نسبة كبيرة من القيمة السوقية في البورصة، وذلك بسبب سياسية الانفتاح الاقتصادي التي تنتهجها الأردن.

### 2-1 مشكلة الدراسة

يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر أحد التدفقات الرأسمالية الأجنبية التي تشكل الاحتياطيات الأجنبية الذي يقوم بحماية الاقتصاد المحلي من تقلبات أسعار الصرف والحفاظ على نظام اقتصادي قوي وسد العجز في الميزان التجاري، حيث يعاني الأردن من ضغوطات متكررة تتمثل بنقص الاحتياطيات الأجنبية من العملات كما حدث في عام 1988. وذلك بسبب العجز المزمن في الميزان التجاري وارتفاع خدمة الدين الخارجي، الأمر الذي يشكل تحدياً واضحاً لاستقرار النقدي بسبب محدودية الاحتياطيات الأجنبية. ونظراً لعدم وجود دراسات حول تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن، سوف تناقش هذه الدراسة مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان (الاستثمار المالي) على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017).

### 3-1 هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017) في المنهج الوصفي، وإلى استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1995-2017) في المنهج القياسي بسبب عدم توفر البيانات.

### 4-1 أهمية الدراسة

تعاني الدول لا سيما النامية منها من نقص الاحتياطيات الأجنبية من العملات بسبب كثرة المستوردات مقارنة بقلّة الصادرات وحوالات العاملين الأجانب إلى الخارج وفساد الديون الخارجية، فزيادة الالتزامات المالية

الخارجية للقطاع العام والخاص بالأردن خلال العقدين الماضيين أثارت الكثير من الجدل حول كيفية الوفاء بهذه الالتزامات المتنامية من قروض خارجية وتمويل للمستوردات وغيرها، ومن هنا جاءت أهمية الاحتياطات الأجنبية. ونظرا لارتفاع نسبة ملكية الأجانب في بورصة عمان، حيث تشكل في نهاية فترة الدراسة تقريبا 50% من ملكية الشركات المدرجة، جاءت هذه الدراسة لاستقصاء أثر الاستثمار الأجنبي المالي على الاحتياطات الأجنبية في الأردن. ولذلك تستمد هذه الدراسة أهميتها كون انه لا يوجد دراسات سابقة في الأردن ناقشت تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطات الأجنبية، كما تستمد الدراسة أهميتها من خلال تقديم بعض التوصيات المستندة إلى نتائج الدراسة لصناع القرار بهدف تعزيز حجم الاحتياطات الأجنبية من مختلف مصادره.

### 5-1 أسئلة الدراسة

- ما هو أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطات الأجنبية في الأردن؟

### 6-1 فرضيات الدراسة

تحاول هذه الدراسة الربط بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاحتياطات الأجنبية، وبناءً على الإطار النظري تفرض الدراسة ما يلي:

- هناك أثر ايجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطات الأجنبية على المدى القصير.
- هناك أثر سلبي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطات الأجنبية على المدى الطويل.

### 7-1 مصادر وبيانات الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على البيانات الإحصائية الرسمية للمملكة الأردنية الهاشمية وبعض المصادر الدولية، وهذه المصادر هي؛ التقارير المنشورة وقواعد البيانات الالكترونية للبنك المركزي الأردني والبنك الدولي وبورصة عمان، وفيما يتعلق بالتحليل القياسي فقد تم جمع البيانات من قاعدات بيانات البنك الدولي

وقاعدة البيانات للبنك المركزي وبورصة عمان ولتغطية الجانب النظري اعتمدت الدراسة على مجموعة من المصادر والمراجع العربية والأجنبية والتي تضمنت مجموعة من الكتب والمقالات والأبحاث المنشورة إلى جانب الرسائل الجامعية.

## 8-1 تسلسل الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى خمسة فصول، وتشير الدراسة كما يلي:

- الفصل الأول: المقدمة ومشكلة الدراسة وهدف الدراسة واهمية الدراسة وفرضيات الدراسة ومصادر وبيانات الدراسة وتنظيم الدراسة.

- الفصل الثاني: يتضمن الدراسات السابقة والإطار النظري للدراسة.

- الفصل الثالث: التحليل الوصفي للاحتياجات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

- الفصل الرابع منهجية الدراسة ونتائج التقدير

- الفصل الخامس: تم عرض النتائج والتوصيات.

## الفصل الثاني

### الدراسات السابقة والإطار النظري

#### 1-2 المقدمة

يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر مصدراً من مصادر الاحتياطيات الأجنبية في الدول، لذلك فإن وجود سوق مالي فاعل للأوراق المالية أو ما يسمى بالبورصة، يعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في هذا السوق إلى جانب الاستثمار المحلي الأمر الذي يعزز الاحتياطيات الأجنبية ويساعد في تحقيق الاستقرار النقدي وبالتالي الاستقرار الاقتصادي.

يتناول هذا الفصل الدراسات السابقة والإطار النظري؛ حيث تم عرض الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع الدراسة، إضافة إلى تقديم الإطار النظري الذي يتضمن تعريف الاحتياطيات الأجنبية والمتغيرات التي تؤثر فيه، وتعريف سوق الأوراق المالية والذي قد يعرف أحياناً بالسوق المالي أو البورصة والاستثمار الأجنبي غير المباشر والعلاقة بين الاحتياطيات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

#### 2-2 الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات العربية والأجنبية التي ناقشت الاحتياطيات الأجنبية وأهميته والمتغيرات التي تؤثر فيها بشكل عام، كما ناقشت بعض الدراسات العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والأداء الاقتصادي، ولكن لا يوجد أي دراسة محلية تناولت أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطيات الأجنبية حسب علم الباحث، وسوف نستعرض بعضاً من هذه الدراسات:

ففي دراسة Olokoyo وآخرون (2009) حول علاقة الاحتياطيات الأجنبية ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في نيجيريا خلال الفترة (1970-2007)، توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة طويلة الأجل بين

الاحتياطات الأجنبية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تم اختيارها؛ وهي الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الانفتاح الاقتصادي وتدفق رأس المال الأجنبي والتضخم، وأظهرت الدراسة ان هناك آثار إيجابية للناتج المحلي الإجمالي والانفتاح التجاري على الاحتياطات الأجنبية في نيجيريا، بينما كان هناك آثار سلبية لتدفق رأس المال الأجنبي والتضخم على الاحتياطات الأجنبية في نيجيريا.

وفي دراسة حسين وكاظم (2012) حول أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الكلية في الهند. وتم استخدام نموذج (OLS) في هذه الدراسة، وبينت النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان هناك أثر إيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الكلية، حيث ان الزيادة في الاستثمار الأجنبي غير المباشر بمقدار 100% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي 34.6% في الهند، كما ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 100% تؤدي إلى زيادة عرض النقد الادخار بنسبة 27.2% و45% على التوالي.

وفي دراسة أخرى Malek (2013) حول دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر وحوالات العاملين في تنمية السوق المالي في جنوب اسيا خلال الفترة (1988-2011) في كل من الباكستان والهند وبنغلادش، حيث تم استعمال نموذج (ECM)، وناقشت الدراسة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وكلا من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر والحوالات. حيث أظهرت نتائج الدراسة ان للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر والحوالات أثر إيجابي على تطور السوق المالي في كل من الباكستان والهند، كما كان أثر الاستثمار الأجنبي المباشر والحوالات إيجابي على تطوير السوق المالي في بنغلادش، بينما كان هناك أثر سلبي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير السوق المالي فيها.



وفي دراسة Chowdhury وآخرون (2014) حول التحليل القياسي للاحتياطي الأجنبي من العملات في بنغلادش خلال الفترة (1972-2001)، تم استعمال طريقة OLS، وظهرت نتائج الدراسة ان زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطي الأجنبي من العملات 0.025% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض عرض النقد بنسبة 1% سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطي الأجنبي من العملات 0.368% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وكانت العلاقة قوية بالنسبة لحوالات العاملين حيث ان زيادة حوالات العاملين بنسبة 1% سوف تؤدي إلى زيادة الاحتياطي الأجنبي من العملات 0.6271% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في بنغلادش.

وفي دراسة Akinwunmi و Adekoya (2016) عن إدارة الاحتياطيات الأجنبية وأثرها على النمو الاقتصادي في نيجيريا، وتم استخدام نموذج (ARDL)، وتوصلت الدراسة إلى ان الاحتياطيات الأجنبية مهمة للاقتصاد النيجيري ويجب ان تبقى عند المستويات المرغوب فيها، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين إدارة الاحتياطيات الأجنبية من جهة والاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي والسياسة النقدية من جهة أخرى، ولكن الدراسة توصلت إلى ان هناك علاقة سلبية بين الاحتياطيات الأجنبية مع التضخم وسعر الصرف للعملة المحلية.

وفي دراسة Akpan (2016) حول الاحتياطيات الأجنبية في نيجيريا وأثرها على البيئة الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2004-2014)، حيث تم استعمال طريقة (OLS) لقياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ( الناتج المحلي الإجمالي والتضخم وحجم التجارة الكلية والاستثمار الاجنبي وسعر الصرف والبطالة) كمتغيرات مستقلة والاحتياطيات الأجنبية كمتغير تابع، وظهرت نتائج الدراسة ان الاحتياطيات الأجنبية تساهم في تطوير بيئة الاقتصاد الكلي في نيجيريا، وانه يجب على الحكومة النيجيرية ان تطور أساليب واستراتيجيات إدارة الاحتياطيات الأجنبية من أجل معرفة مستوى الكفاءة المطلوبة لتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي في نيجيريا.

وفي دراسة kashif وآخرون (2017) التي بحثت أثر النمو الاقتصادي على الاحتياطيات الأجنبية في البرازيل خلال الفترة (1980-2014)، وتم استعمال نموذج آلية تصحيح الخطأ (ECM)، وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، فزيادة النمو الاقتصادي بنسبة 1% أدى إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية بنسبة 0.16%. وبحسب الدراسة فإن المخزون الكبير من الاحتياطيات الأجنبية التي يحتفظ بها البنك المركزي البرازيلي سببه التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي في البرازيل.

وفي دراسة Dash وآخرون (2017) حول المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على احتياطي النقد الأجنبي في الهند، تم استعمال طريقة (ARDL)، حيث ناقشت الدراسة سعر الصرف الاسمي والتضخم والدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل والمدى القصير وآثارهم على احتياطي النقد الأجنبي، وأظهرت الدراسة ان للتضخم والدين اثراً على احتياطي النقد الأجنبي على المدى الطويل، حيث ان زيادة التضخم بنسبة 1% تقلل الاحتياطيات الأجنبية بنسبة 0.12%. وعلى المدى القصير كان هناك أثر إيجابي للدين الخارجي قصير الأجل حيث ان زيادة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة احتياطي النقد الأجنبي بنسبة 0.46%، وكان هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف واحتياطي النقد الأجنبي، فانخفاض سعر الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة احتياطي النقد بنسبة 0.05%، وقد يكون هذا هو سبب خفض البنك المركزي الهندي لسعر الصرف.

وهناك بعض الدراسات ناقشت موضوع الطلب على الاحتياطيات الأجنبية ومنها دراسة Eliza وآخرون (2008) عن الطلب على الاحتياطيات الأجنبية في الدول الآسيوية الخمسة وهي إندونيسيا وماليزيا وسنغافورة وتايلند والفلبين خلال الفترة (1970-2005)، وقد تم اختيار (ARDL) لاختبار وجود علاقة بين الطلب على الاحتياطيات الأجنبية كمتغير تابع ومحدداتها كمتغيرات مستقلة. أظهرت نتائج الدراسة ان هناك أثر إيجابي لمتوسط ميل الواردات على الطلب على الاحتياطيات الأجنبية في كل من ماليزيا والفلبين بينما كان الأثر سلبياً في سنغافورا وتايلند، وكان هناك علاقة إيجابية بين الصادرات والطلب على الاحتياطيات الأجنبية في اندونيسيا. وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً ان هناك أثر إيجابي لارتفاع الفائض في الحساب الجاري على الطلب على

الاحتياطيات الأجنبية في اندونيسيا وماليزيا وسنغافورة، حيث ان الزيادة بنسبة 1% في فائض الحساب الجاري سيؤدي إلى ارتفاع الطلب على الاحتياطيات الأجنبية بنسبة 0.56% و0.54% و27% في اندونيسيا وسنغافورة وماليزيا على التوالي. بينما اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الطلب على الاحتياطيات الأجنبية والدين الخارجي في الفلبين، حيث ان ارتفاع الدين الخارجي بنسبة 1% سوف يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاحتياطيات الأجنبية بنسبة 1.2%.

وعلى مستوى الدراسات المحلية درس زبون (1997) محددات الطلب على الاحتياطيات الدولية في الأردن خلال الفترة (1975-1995)، حيث أظهرت نتائج الدراسة ان الاحتياطيات الأجنبية كانت دون المستوى المناسب خلال فترة الدراسة، وبينت الدراسة أنه يجب الاهتمام بالصادرات وتنويعها وتقليل الواردات لسد العجز المزمع في الميزان التجاري الذي يعاني منه الأردن وتعزيز الاحتياطيات الأجنبية.

وفي دراسة قطروز (2004) حول الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي، والتي هدفت إلى دراسة وتحليل واقع الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي والتعرف على الإيجابيات والسلبيات لهذا النوع من الاستثمار، وفي هذه الدراسة تم اتباع منهجية الحدث (Event study)، اظهرت نتائج الدراسة تأثير أسعار الأسهم بالارتفاع والانخفاض بطبيعة العملة التي يقوم باستخدامها المستثمر الأجنبي، واطهرت النتائج ايضاً ان السعر يرتفع إذا باع مستثمر محلي أسهماً لمستثمر أجنبي، بينما ينخفض السعر في حال باع مستثمر أجنبي أسهماً لمستثمر محلي في سوق عمان المالي بحسب الدراسة.

وفي دراسة خصاونة (2010) التي هدفت إلى قياس المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية خلال الفترة (1980-2007) في دول مجموعة اغادير وهي الأردن والمغرب ومصر وتونس، وتم في هذه الدراسة استعمال البيانات الطولية (Panel Data)، وتوصلت نتائج الدراسة إلى ان هناك علاقة عكسية بين الطلب على الاحتياطيات الأجنبية من جهة والنتائج المحلي الإجمالي والديون الخارجية قصيرة الأجل من جهة أخرى،

بينما كان هناك علاقة إيجابية بين كل من الطلب على الاحتياطيات الأجنبية من جهة ونسبة الفائدة وعرض النقد من جهة أخرى.

وفي دراسة Al-Basheer (2014) حول السياسة النقدية وأثرها على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2012)، وتم استخدام طريقة (ARDL)، حيث أظهرت نتائج الدراسة ان هناك علاقة إيجابية بين كل من الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار المحلية من جهة والاحتياطيات الأجنبية من جهة أخرى، وبين الدراسة أيضا ان هناك علاقة سلبية بين الاحتياطيات الأجنبية وعرض النقد.

وفي دراسة الزبيدي (2015) حول أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لسوق عمان المالي خلال الفترة (1996-2013)، حيث تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي (VAR) وتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على كل من حجم السوق المتمثل بمعدل رسلة السهم وسيولة السوق المتمثلة بمعدل قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران السهم، بينما لم يظهر أثر للاستثمار الأجنبي غير المباشر على تذبذب عائد السوق.

وفي دراسة محلية أخرى استقصت الجودة (2015) أثر خدمة الدين الخارجي على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2013). وتم استخدام نموذج (ARDL)، حيث استخدمت الدراسة أثر كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والصادرات والمستوردات وخدمة الدين وسعر الفائدة وحوالات العاملين على الاحتياطيات الأجنبية، حيث بينت نتائج الدراسة تأثر الاحتياطيات الأجنبية سلبياً بخدمة الدين الخارجي.

وفي دراسة البطاينة (2016) حول بيان اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة (1990-2014)، وكانت المتغيرات المستقلة هي سعر السهم السوقي وسعر الصرف الحقيقي وعرض النقد والناتج المحلي الإجمالي، واطهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية متبادلة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسعر الصرف الحقيقي ويرجع ذلك إلى ان سعر الصرف يؤثر

على حجم الاستثمار، وأظهرت نتائج الدراسة ان زيادة سعر الصرف الحقيقي بنسبة 10% سوف تؤدي الي زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 0.22%، بينما زيادة عرض النقد بنسبة 10% سوف تزيد الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 0.001%، وزيادة مؤشر سعر السهم السوقي بنسبة 10% سوف يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 0.038%، واطهرت النتائج أيضا ان زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 10% سوف يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 0.36%.

وفي دراسة النوايسة (2016) حول التجارة الخارجية وأثرها على الاحتياطات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1993-2014)، حيث أظهرت الدراسة ان الاحتياطات الأجنبية في الأردن متذبذبة لأن الصادرات لا تزال دون المستوى المطلوب وأيضاً لاعتماد الاقتصاد الأردني بشكل كبير على الاستيراد. وأوضحت الدراسة ان الاقتصاد الأردني تأثر كثيراً بالأزمات الاقتصادية والسياسية في الدول المجاورة حيث انخفضت الاحتياطات الأجنبية في عام 2012 بنسبة 36%، واطهرت نتائج الدراسة ان هناك علاقة إيجابية بين الاحتياطات الأجنبية والصادرات، بينما كان هناك علاقة سلبية بين الاحتياطات الأجنبية والواردات.

وفي دراسة محلية أخرى ناقشت سليمان (2017) أثر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطات الأجنبية خلال الفترة (1980-2015)، وفي هذه الدراسة تم استخدام أثر الاستثمار الأجنبي المباشر و الصادرات والمستوردات و سعر الفائدة وخدمة الدين الخارجي على الاحتياطات الأجنبية، حيث أظهرت نتائج الدراسة ان الاحتياطات الأجنبية تتأثر إيجابيا بالاستثمار الأجنبي المباشر، فالزيادة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بوحدة واحدة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى الزيادة في الاحتياطات الأجنبية ب 0.89 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ونلاحظ من خلال الدراسات السابقة المحلية لا توجد أي دراسات حسب علم الباحث قد استقصت أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن رغم سياسة الانفتاح الاقتصادي التي تنتهجها الحكومة الأردنية وأهمية الموضوع ودوره في تعزيز الاحتياطيات الأجنبية والحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، الأمر الذي يجعل هذه الدراسة هي الأولى حسب علم الباحث التي حاولت ربط العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاحتياطيات الأجنبية.

## 3-2 الإطار النظري

### 1-3-2 الاحتياطات الأجنبية

تعرف الاحتياطات الأجنبية لبلد ما بأنه قيم مجموع ما يمتلكه ذلك البلد من العملات الصعبة والذهب وحقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي، وقد عرف صندوق النقد الدولي الاحتياطات الأجنبية بأنها تلك الموجودات الخارجية المتوفرة بسهولة والتي تسيطر عليها السلطات النقدية المتمثلة بالبنوك المركزية لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات من أجل التدخل في أسواق سعر الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، فضلاً عن اغراض أخرى ذات صلة (International Monetary Fund، 2009).

وقد عرفها آخرون بأنها أحد اشكال السيولة الدولية المملوكة للسلطات النقدية، وعبرة عن أملاك الدولة من الذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي، وتستخدمها الدولة بنفس الطريقة التي يستخدم بها الافراد الحسابات المصرفية حيث يتم عبرها دفع الديون والالتزامات الخارجية المترتبة على الدولة، وبينوا ان الاحتياطات الأجنبية تتراكم بثلاثة طرق؛ العملات الأجنبية والذهب والودائع الحكومية في صندوق النقد الدولي (حتر، 1991؛ Todaro و Smith، 2015).

وبحسب مواكبي (2014) فإنه لا بد من توفر شرطين في الأصول النقدية لاعتبارها أصولاً احتياطية:

أولاً: ان تكون هذه الأصول خاضعة لسيطرة السلطات النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي.

ثانياً: ان تكون متاحة بسهولة؛ أي تتمتع بسيولة عالية بحيث يمكن استعمالها او شرائها او بيعها بأقل تكلفة عند الحاجة.

ونستنتج مما سبق ان الاحتياطات الأجنبية هي عبارة عن العملات الأجنبية والذهب وحقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي التي تملكها السلطات النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي، ويتم الاحتفاظ بها لتكون صمام

أمان الاقتصاد من أجل حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات الاقتصادية وحماية سعر الصرف من تقلبات الأسعار وكسب ثقة المستثمرين الأجانب الذين يرغبون بالاستثمار داخل البلد المضيف، وهذا التعريف هو الذي سوف يتم تبنيه في هذه الدراسة.

تكتسب الاحتياطيات الأجنبية أهمية اقتصادية كبيرة للدول وخصوصاً الدول النامية حيث تعتبر مؤشر على قوة الاقتصاد، وتدعم القوة الشرائية للعملة المحلية وتحميها من تقلبات سعر الصرف عبر البنك المركزي عن طريق السياسة النقدية؛ حيث أن سعر الصرف في العديد من الدول يتم تحديده عن طريق قانون الطلب والعرض، فإذا زاد سعر العملة المحلية في دولة معينة يتدخل البنك المركزي عن طريق شراء العملة الأجنبية وبيع العملة المحلية في السوق من أجل زيادة عرضها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها والعكس صحيح. وهناك العديد من مصادر الاحتياطيات الأجنبية أهمها؛ الصادرات وحوالات العاملين والإيرادات السياحية والدين الخارجي والمساعدات الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث أن زيادة أي مصدر من هذه المصادر يؤدي إلى تعزيز حجم الاحتياطيات الأجنبية.

يتم تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطيات الأجنبية في اقتصاديات الدول الناشئة من خلال معايير أساسية هي (Emmanuel، 2013):

- 1) أولاً يجب أن تغطي الاحتياطيات الأجنبية قيمة الديون قصيرة الأجل.
  - 2) يجب أن تكون الاحتياطيات الأجنبية قادرة على تمويل المستوردات لمدة ثلاثة أشهر على الأقل.
  - 3) يجب أن تساوي الاحتياطيات الأجنبية ما قيمته 5% إلى 10% من عرض النقد.
- أن زيادة الصادرات تؤدي إلى تعزيز الاحتياطيات الأجنبية من خلال عوائد بيع السلع المحلية بالخارج، فالتجارة الخارجية تلعب دوراً مهماً في الاحتياطيات الأجنبية، ففي أغلب الدول النامية تكون المستوردات أكبر من



الصادرات مما يعني وجود عجز مزمن في الميزان التجاري، وهذا يؤثر سلباً على الاحتياطيات الأجنبية. فالصادرات تعمل على زيادة الاحتياطيات الأجنبية من العملات، أما المستوردات فتؤدي إلى انخفاضها وذلك بسبب ان شراء السلع الأجنبية من الخارج يكون بالعملات الأجنبية مما يستنزف الاحتياطيات الأجنبية داخل البلد، وقد اشار Sultan (2011) بأن الاحتياطيات الأجنبية محدد مهم للطلب على الواردات، حيث انها الوسيط الوحيد للتبادل في السوق الدولي، فهي بمثابة قيد بالنسبة للدول النامية لاستيراد السلع والخدمات الضرورية، فأى زيادة بالاحتياطيات الأجنبية من المتوقع ان تصاحبها زيادة في استيراد السلع والخدمات.

كما ان حوالات العاملين تعمل على تعزيز الاحتياطيات الأجنبية، إذ يُعد رأس المال البشري عنصراً مهماً من عناصر الدخل القومي في العديد من البلدان النامية، حيث يقوم العاملون بالخارج بتحويل الأموال إلى بلدانهم الأم على شكل عملات أجنبية، حيث تمثل هذه الحوالات جميع التحويلات من خلال القنوات النقدية الرسمية.

يعد القطاع السياحي من القطاعات المهمة في الاقتصاد، ويساهم في تعزيز النشاط الاقتصادي عن طريق الإيرادات السياحية، التي تدعم ميزان المدفوعات وتسد العجز بالميزان التجاري عبر الصادرات غير السلعية، حيث تضاهي الصادرات السياحية صادرات الموارد الطبيعية ببعض الدول المستضيفة للسياحة، كما يعتبر القطاع السياحي من القطاعات التي تحتاج إلى الكثير من الأيدي العاملة مما يقلل من نسبة البطالة في الدولة، إذ أن السياحة الأجنبية تعمل كمصدر مهم لزيادة الاحتياطيات الأجنبية، مما يؤدي إلى الاستقرار النقدي والمحافظة على سعر العملة المحلية (العزام، 2016). وهذا يعني ان الإيرادات السياحية تؤثر ايجابياً على الاحتياطيات الأجنبية.

تلجأ الدول النامية إلى الاقتراض الخارجي بسبب عجز الإيرادات المحلية في تغطية النفقات الحكومية، ويعتبر الاقتراض الخارجي رغم أنه مصدر من مصادر الاحتياطيات الأجنبية أحد أكبر المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها الدول لان سداد هذه القروض والفوائد المترتبة عليها يكون بالعملة الأجنبية أو بعملة متفق عليها بين

الطرفين مما يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات الأجنبية من العملات ويضعف الاقتصاد الوطني خصوصا في حال لم يتم استعمال هذه القروض بالشكل المناسب. يمثل الدين الخارجي جزء من الدين العام الذي يساعد على تراكم الاحتياطيات الأجنبية ومصدر مهم لتراكم رؤوس الأموال، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع الديون الخارجية وعدم قدرة الدولة على سداد هذه الديون سوف يؤدي إلى اضطراب الدولة للجوء إلى الاحتياطيات الأجنبية مما يؤدي إلى استنزاف هذه الاحتياطيات، لذلك تؤثر خدمة الديون الخارجي سلبيا على الاحتياطيات الأجنبية من العملات (الجودة، 2015).

تقوم الدول المتقدمة بتقديم المساعدات للدول النامية، وتكون هذه المساعدات اما على شكل مساعدات نقدية أو فنية من أجل توطيد العلاقات بين الدولة المانحة والدولة المتلقية للمنح، او من أجل حصول الدول المانحة على القدرة على التحكم في قرارات الدول المتلقية او لأسباب أخرى. تؤثر المساعدات الخارجية إيجابيا على الاحتياطيات الأجنبية، ولكنها تشكل نسبة ضئيلة من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن.

أما الاستثمار الأجنبي المباشر فهو عملية تدفق رأس المال من دولة أجنبية إلى الدولة المضيفة والاستثمار فيها بشكل مباشر كبناء مصنع أو مؤسسة إنتاجية داخل البلد المضيف. يعد الاستثمار الأجنبي المباشر أحد نتائج العولمة التي أزلت الحدود امام انتقال رؤوس الأموال وحركة التجارة بين الدول، وللاستثمار الأجنبي المباشر دوراً كبيراً في تحقيق عملية التنمية حيث يعتبر مصدراً مهماً من مصادر الاحتياطيات الأجنبية مما يؤدي إلى التطور والازدهار في الدول النامية، فالبلد المضيف يعمل على زيادة التدفقات النقدية دون الحاجة إلى الاقتراض (سليمان، 2017). أن تدفق العملات الأجنبية إلى داخل البلد عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر يؤثر إيجابياً في زيادة الاحتياطيات الأجنبية من العملات ويساعد في تحقيق التنمية الاقتصادية. هناك فرق كبير بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، حيث ان الاستثمار الأجنبي المباشر يعد استثمارا حقيقيا مباشرا كأنشاء مصنع او شركة إنتاجية داخل البلد المضيف، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فهو استثمار مالي يكون عن طريق شراء أسهم أو سندات أو أي أوراق مالية أخرى في السوق المالي للبلد المضيف.

## 2-3-2 الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تمويل المشاريع الاستثمارية والشركات التي تكون بحاجة إلى تمويل، حيث تعتبر أداة مهمة لتحويل مدخرات الأفراد والشركات الذين يملكون فائض إلى استثمارات. وقد عرف مقابلة (2013) الأسواق المالية بأنها تلك الأسواق التي تعمل على تسهيل تدفق الأموال من وحدات الفائض في الاقتصاد التي تمتلك مدخرات والمتمثلة بالأفراد والمؤسسات والشركات وصناديق الاستثمار إلى وحدات العجز التي ترغب بالحصول على الأموال كالأفراد والمؤسسات والحكومات.

ويلعب السوق المالي دوراً مهماً في الاقتصاد حيث يساعد في عملية التنمية عن طريق زيادة الاستثمارات، مما يؤدي إلى زيادة التوظيف التي تعزز النمو الاقتصادي داخل البلد، بالإضافة إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية بسبب استثمارات الأجانب فيه، مما يضمن وجود نظام اقتصادي قوي، ويقلل أثر الاختلال في الميزان التجاري. ان الوظيفة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مما يعني استثمار السيولة الفائضة أو الأموال غير المستغلة في السوق المالي (مقابلة، 2013)، ويتلخص دورها الأساسي عبر تعزيز معدلات النمو الاقتصادي عبر تنمية الاستثمار المحلي وتوفير فرص استثمارية جديدة خصوصاً للمستثمرين الصغار الذين لا يستطيعون انشاء مشروعاً جديداً (البرواري، 2005). كما تعتبر الأسواق المالية أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية من خلال زيادة الادخار الوطني وتمويل عملية التنمية الاقتصادية والمساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي ورفع مستويات التوظيف بالاقتصاد وتحسين الدخل ورفع مستوى الرفاهية (صبح، 2000).

ومن أهم الأدوار التي يقوم بها السوق المالي أيضاً جذب رؤوس الأموال الفائضة غير الموظفة في الاقتصاد الوطني، وتحويلها إلى رؤوس أموال موظفة وفعالة لها أثر إيجابي في النمو الاقتصادي، ولكي يحقق هذا السوق دوره في التأثير على الاقتصاد في بلد ما، كان لابد من وجود سوق فعال للأوراق المالية في ذلك البلد، الامر

الذي يتطلب ان يكون الاقتصاد منتعشاً، وأن يكون هناك استقرار في الأوضاع السياسية والاقتصادية لذلك البلد، كما يجب ان تتوفر المدخرات والثروات الفردية والجماعية، وأيضاً توافر المؤسسات المالية التي تساعد في تحقيق التوزيع الأمثل لتلك المدخرات، ومن هنا جاء دور الحكومات لإنشاء وتطوير أسواقاً مالية تقوم بدورها الإيجابي في تحقيق النمو الاقتصادي (العمرى، 2017).

في فترة الثمانينيات قامت العديد من الدول النامية بمجموعة من التغييرات الاقتصادية الهيكلية التي ساعدت في زيادة التدفقات النقدية الأجنبية إليها، وقام المستثمرين الأجانب بتوجيه أموالهم لأسواق الأوراق المالية في هذه الدول، مما أدى إلى عملية نمو كبيرة في الأسواق المالية لهذه الدول فاقت مثيلاتها في الدول المتقدمة، وقد نتج هذا النمو في الأسواق المالية للدول النامية بسبب العديد من العوامل (اسبر، 2009):

أولاً: انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: في بداية التسعينيات انخفضت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتزامن هذا الانخفاض مع انخفاض أسعار الفائدة في المملكة المتحدة وبقية الدول الأوروبية المتقدمة، مما أدى إلى انخفاض عوائد المستثمرين الأجانب في هذه الدول، وفي نفس الوقت ارتفعت أسعار الفائدة في الدول النامية مما جعل المستثمرين الأجانب يقومون بتوجيه أموالهم الي الدول النامية من أجل الاستثمار فيها.

ثانياً: انخفاض النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية: أدى تباطؤ النشاط الاقتصادي إلى انخفاض العائد على الاستثمار في الدول الصناعية، مما جعل المستثمرين يوجهون أموالهم باتجاه الأسواق الناشئة والتي لوحظ ارتفاع النشاط الاقتصادي فيها.

ثالثاً: ارتفاع السيولة في العالم: أدت السيولة العالية التي تكونت بسبب النمو السريع في أسواق العملات وأسواق النقد إلى توسع حجم السيولة المتاحة لدى المستثمرين الأجانب، حيث أدى ذلك إلى زيادة التدفقات النقدية إلى الدول النامية.

رابعاً: استقرار أسعار الصرف في الدول النامية: عندما يريد المستثمر الأجنبي الاستثمار في دولة نامية، يتأثر قراره باستقرار سعر الصرف فيها، فيفضل المستثمرين الأجانب الاستثمار في الدول التي يكون سعر عملتها مستقر على تلك الدول التي يكون فيها سعر الصرف متقلب أو غير مستقر، ويرجع ذلك إلى انه فيما لو انخفض سعر الصرف بشكل كبير سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة استثماره مما يعني الخسارة.

### 2-3-3 الاستثمار الأجنبي غير المباشر

عرف Thankgad (2014) الاستثمار الأجنبي غير المباشر على انه جانب من جوانب تدفق رؤوس الأموال الدولية التي تشمل تحويل الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والنقد عبر الحدود الدولية من أجل الربح، ويحدث عندما يقوم المستثمرين بشراء الأوراق المالية في البلد المضيف.

وقالت مصطفى (2017) ان مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر ينطوي على الاستثمار في الأوراق المالية، وهو عبارة عن توظيف الأموال التي تعود لمستثمرين أجانب في الأسواق المالية الموجودة في الدولة، التي تسمح تشريعاتها القانونية للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية لتلك الدولة التي يسمح للمستثمر باقتنائها مالكاً لأصول ثابتة ومتداولة للشركات التي تعود لها هذه الأسهم.

ونستنتج مما سبق ان الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو استثمار في السوق المالي للدولة المضيفة من قبل المستثمرين الأجانب عن طريق شراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى، ويؤثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر إيجاباً على الاحتياطيات الأجنبية بسبب تدفق العملات الأجنبية من قبل المستثمرين الأجانب إلى داخل البلد، واما عند تحويل أرباح هذه الاستثمارات إلى الخارج فسيؤثر سلباً على الاحتياطيات.

تكون الحاجة إلى الاستثمار الأجنبي غير المباشر عندما تحتاج الشركات المدرجة إلى تمويل، فتقوم بطرح أسهمها أو أوراق مالية أخرى في أسواق الأوراق المالية، ويقوم المستثمرين بشراء هذه الأسهم أو ما يسمى بالاكنتاب، حيث يعتبر المستثمر أحد ملاك هذه الشركة عند شراء أسهمها. يتميز هذا النوع من الاستثمار بالعديد

من الخصائص من بينها، السيولة الكبيرة، حيث يستطيع المستثمر الدخول والخروج من السوق بكل سهولة وبدون قيود، بالإضافة إلى ان الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة الدولة المضيفة بسبب حركة رؤوس الأموال باتجاهها حيث يؤثر ايجابياً على قيمة عملة الدولة المضيفة بسبب ارتفاع الاحتياطيات الأجنبية لها.

### 2-3-3-1 خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يتميز الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالعديد من الخصائص ومنها (مقابلة، 2013):

(1) سهولة الدخول والخروج إلى الأسواق المالية في الدول المستهدفة، حيث يستطيع المستثمرين الدخول والخروج إلى السوق من غير قيود وذلك عن طريق شراء أسهم او بيعها.

(2) زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية، حيث يعمل تدفق الأموال المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية المضيفة إلى زيادة سيولتها وارتفاع عمليات البيع والشراء فيها.

(3) صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة بهذه الاستثمارات، حيث انه قد يقوم المستثمرين الأجانب بالانسحاب بصورة مفاجئة من السوق.

### 2-3-3-2 مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعاني المستثمرين الأجانب عند قيامهم بالاستثمار في أسهم الأوراق المالية من العديد من المخاطر (مقابلة، 2013):

(1) مخاطر طبيعة الأسهم: تختلف الأسهم في طبيعتها عن الأدوات المالية الاخرى كالسندات والودائع، حيث ان الربح في هذه الأدوات مضمون أي عدم وجود مخاطرة فيها، بينما بالاستثمار بالأسهم فأى خطأ في المعلومة او صعوبة في التنبؤ قد يؤدي إلى خسارة المستثمر لقيمة السهم خصوصاً في حال كان المستثمر

متسرعاً في اتخاذ قراراته او لا يولي الأسس العلمية اعتباراً خلال العملية الاستثمارية، لذلك يعاني المستثمرين الاجانب الجدد من هذه المشاكل خصوصاً إذا كان المستثمر يفكر فقط بالربح ويهمل المخاطر الأخرى.

(2) مخاطر السوق: وهي مخاطر ناجمة عن التغيير في ظروف السوق ككل مثل أسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار المنتجات، ويعتبر المستثمرين بالأسهم أكثر عرضة لمثل هذا النوع من الخطر وذلك بسبب تذبذب أسعار الأسهم أكثر من الأوراق المالية الأخرى.

(3) مخاطر التضخم: وتعرف ايضاً بمخاطر القوة الشرائية وتنتج عن الشكوك حول مستقبل القوة الشرائية للقيمة المستثمرة، ففي حال ان معدل التضخم كان يفوق عائد الاستثمار فان القيمة الحقيقية للمبلغ المستثمر سوف تنخفض، الا ان العديد من أصحاب الأسهم يبقون على استثماراتهم وبقوا كوسيلة لحماية استثماراتهم من مخاطر التضخم، ولكن يجب على المستثمر الأجنبي الاخذ بعين الاعتبار الانخفاض في القوة الشرائية للعملة المحلية للبلد المستثمر فيه.

(4) المخاطر السياسية: على المستثمر الأجنبي الاخذ بعين الاعتبار الوضع السياسي في البلد المضيف وان هذا الوضع قد يتغير مع الوقت، حيث ان الأوضاع السياسية للبلد تؤثر على أسعار الأوراق المالية خصوصاً الأسهم، فيتجنب المستثمرون الأجانب الاستثمار بالأسواق المالية للبلدان ذات الأوضاع السياسية المتقلبة، ويفضلون الاستثمار في الأسواق المالية للدول المستقرة سياسياً.

(5) المخاطر الضريبية: حيث يفضل المستثمرين دائماً الاستثمار في البلد التي تكون فيها نسبة الضريبة منخفضة للحصول على أعلى عائد، وفي حال قيام الحكومة بفرض ضريبة على الاستثمار في السوق المالي سوف يؤدي ذلك إلى هروب المستثمرين الأجانب مما يؤثر سلباً على الاحتياطيات الأجنبية من العملات.

6) مخاطر أسعار الفائدة: وهي مخاطر تنجم عن ارتفاع أسعار الفائدة، حيث يقوم المستثمرين عادةً بالمفاضلة بين الفائدة على الودائع المصرفية والأرباح المتوقعة من الأسهم، فعند ارتفاع أسعار الفائدة يفضل المستثمرين بيع أسهمهم ووضع أموالهم بالبنوك مما يعمل على تخفيض أسعار الأسهم.

### 2-3-4 العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاحتياطات الأجنبية

يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر مصدراً مهماً من مصادر الاحتياطات الأجنبية ويقوم بتعزيزها بعدة طرق:

1) يقوم المستثمرون الأجانب بتحويل أموالهم التي تكون من العملات الأجنبية إلى البلد المضيف من أجل شراء الأسهم والسندات فيها، مما يعني زيادة الاحتياطات الأجنبية لذلك البلد.

2) يعمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تمويل الشركات التي تحتاج إلى تمويل والتي تطرح أسهمها في البورصة سواءً كانت شركات ناشئة أو شركات عاملة مسبقاً تسعى إلى التوسع مما يؤدي إلى انخفاض نسبة البطالة وتحسن الوضع الاقتصادي داخل البلد وتحقيق النمو وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين الأجانب بالاقتصاد، مما يؤثر إيجابياً وبشكل غير مباشر على الاحتياطات الأجنبية داخل ذلك البلد.

ألا أنه قد يعمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على استنزاف الاحتياطات الأجنبية بعدة طرق كذلك:

1) في بعض الأحيان يقوم المستثمرون الأجانب بتمويل استثماراتهم من البنوك المحلية أو تحويل أرباحهم إلى الخارج سيؤثر ذلك على جدوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر.



2) تستجيب أسواق الأوراق المالية إلى الازمات السياسية والاقتصادية بسرعة، ففي حال حدوث أزمة سياسية أو اقتصادية سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الأجانب بسحب أموالهم والهروب إلى خارج البلد في ما يعرف بالأموال الساخنة (Hot Money).

مما سبق نلاحظ أهمية دور الاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في تعزيز ودعم الاقتصاد الوطني وتمكين الحكومة من حل المشاكل الاقتصادية والحفاظ على العملة المحلية من تقلبات أسعار الصرف، ومن هنا جاءت هذه الدراسة بهدف استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطات الأجنبية بالأردن.

### 2-3-5 الخلاصة

بين هذا الفصل موضوعين؛ أولاً الدراسات السابقة، حيث انه من الواضح اهتمام الباحثين بالاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر بسبب أهمية الموضوعين وتأثيرهما على اقتصاديات الدول، ثانياً الإطار النظري، حيث تم مناقشة موضوع الاحتياطات الأجنبية ومحدداته والمتغيرات التي تؤثر فيه، وتبين أن هناك علاقة تبادلية بين الاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر نظرياً، وسوف نناقش بالفصل القادم الاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن.

## الفصل الثالث

### الاحتياطات الأجنبية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن: دراسة وصفية

#### 1-3 المقدمة

تعتبر الأردن واحدة من الدول محدودة الموارد، حيث تعتمد في تمويل اقتصادها ومشاريعها التنموية على العديد من المصادر منها القروض التي تحصل عليها من الدول والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ودول الخليج والدول المتقدمة، وأيضاً على حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وعلى الدخل السياحي والاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر، فضلاً عن المنح والمساعدات التي تقدمها دول الخليج وبعض الدول المتقدمة من أجل دعم الاقتصاد الأردني.

عانى الاقتصاد الأردني العديد من المشاكل الاقتصادية؛ ففي عام 1989م انهار سعر صرف الدينار الأردني بسبب زيادة الانفاق الحكومي في عقد الثمانينيات وانخفاض المساعدات الدولية للأردن لعدة أسباب من ضمنها؛ انخفاض أسعار النفط عالمياً وانخفاض حوالات العاملين الأردنيين بالخليج العربي، مما جعل الحكومة الأردنية تلجئ إلى القروض وخصوصاً القروض الخارجية مما أدى إلى نقص في الاحتياطات الأجنبية بسبب قيام الأردن بتسديد التزاماتها المالية بالعملات الأجنبية.

وفي عام 1991م انخفضت حوالات الأردنيين العاملين في الخارج بسبب انخفاض أسعار النفط عالمياً وما تبعه من ركود اقتصادي في منطقة الخليج العربي بسبب حرب الخليج الثانية، وبناءً على ذلك قام الأردن بتبني برنامج التصحيح الاقتصادي خلال الفترة (1992-1998) لمواجهة أزمة الديون الخارجية ولاستعادة التوازن الداخلي والخارجي ولتصحيح الاختلالات التي تراكت عبر سنوات (العلاونة، 2015).

ومع بداية القرن الواحد والعشرين تبنى الأردن خطة التنمية للفترة (1999-2003) وبرنامج التحول الاقتصادي (2002-2004) بهدف تنفيذ السياسات والبرامج الاقتصادية والتي من ضمن أهدافها تحرير الاقتصاد الأردني وجذب الاستثمار الخارجي وزيادة دور القطاع الخارجي في السوق، بهدف استدامة الاستقرار المالي والنقدي والنهوض بدور القطاع الخاص كأحد المؤشرات الرئيسية في النشاط الاقتصادي (العلونة، 2015).

في عام 2008 حدثت الأزمة المالية العالمية والتي عملت على تقليص الاستثمارات الأجنبية في معظم دول العالم بما فيها الأردن، حيث انخفض الاستثمار الأجنبي المباشر بالأردن وعملت الأزمة أيضاً على انخفاض استثمارات الأجانب في بورصة عمان. ومع قدوم ثورات الربيع العربي عام 2011، تضرر الاقتصاد الأردني كثيراً من تبعاتها، حيث كانت هذه الدول تعتبر اسواقاً للمنتجات الأردنية، فأغلاق الحدود مع العراق أدى إلى انخفاض الصادرات والواردات الأردنية إليها وبالتالي انخفاض تدفق العملات الأجنبية، مما أدى إلى البحث عن سوق آخر بسعر أعلى وتكلفة نقل أعلى مما أثر سلباً على الاقتصاد الأردني. اما الأزمة السورية فقد شلت حركة التجارة الاردنية مع تركيا والدول الأوروبية حيث ان سوريا تعتبر بوابة الاردن مع هذه الدول بالإضافة إلى سوريا نفسها التي انخفضت نسبة التجارة معها إلى مستويات قياسية، والتي كانت تعتبر من أكثر الشركاء التجاريين مع الأردن بحكم موقعها، مما أثر سلباً على الاقتصاد الأردني بشكل عام وعلى الاحتياطات الأجنبية في الأردن بشكل خاص.

### 2-3 تطور الاحتياطات الأجنبية

يمثل الجدول (1-3) تطور الاحتياطات الأجنبية في الأردن بالدولار الأمريكي ونسبة النمو فيها ونسبتها من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، ويبين أيضاً الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بالدينار الأردني والنمو فيه، والعجز بالميزان التجاري وخدمة الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

الجدول (1-3)

الاحتياطيات الأجنبية والناتج المحلي الإجمالي والعجز في الميزان التجاري وخدمة الدين الخارجي في الأردن خلال الفترة

(2016-1980)

السنة	الاحتياطيات الأجنبية بالأردن (بالمليون دولار أمريكي)	النمو في الاحتياطيات الأجنبية *%	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالمليون دينار أردني) (100=2010)	النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لسنة الأساس 2010 % *	العجز في الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي *%	خدمة الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي *%
1980	1745	-	2697	-	51.2	5.6
1981	1511	-13.4	2824	4.7	60.6	7.1
1982	1378	-8.8	3033	7.4	58.0	6.2
1983	1240	-10.0	3093	2	52.8	7.6
1984	842	-32.1	3360	8.6	42.4	8.7
1985	770	-8.6	3477	3.5	41.6	9.6
1986	853	10.8	3720	7	27.9	9.1
1987	910	6.6	3828	2.9	29.2	11.0
1988	414	-54.5	3757	-1.9	29.7	20.8
1989	771	86.0	3252	-13.5	28.7	15.9
1990	1139	47.8	3283	1	40.3	15.2
1991	1105	-3.0	3343	1.8	37.6	17.0
1992	1030	-6.8	3967	18.7	43.8	13.8
1993	1946	88.9	4151	4.6	45.4	11.1
1994	1997	2.6	4358	5	36.0	9.2
1995	2279	14.2	4628	6.2	33.6	9.0
1996	2055	-9.9	4724	2.1	40.8	14.1
1997	2436	18.6	4881	3.4	35.8	11.9
1998	1988	-18.4	5027	3	29.7	11.0
1999	2770	39.3	5198	3.4	27.4	6.7
2000	3441	24.2	5419	4.2	36.3	10.0
2001	3174	-7.8	5704	5.3	33.0	9.6
2002	4116	29.7	6034	5.8	30.1	7.4
2003	5366	30.4	6285	4.2	33.2	12.5
2004	5447	1.5	6824	8.6	43.2	8.4
2005	5461	0.3	7380	8.1	54.6	7.0
2006	6982	27.9	7977	8.1	49.3	6.9
2007	7925	13.5	8629	8.2	53.9	6.6
2008	8918	12.5	9253	7.2	48.9	13.1
2009	12135	36.1	9760	55	38.6	3.0
2010	13633	12.3	9985	2.3	36.4	3.0
2011	12095	-11.3	10244	2.6	42.2	3.3
2012	8831	-27.0	10515	2.7	45.5	3.1
2013	13826	56.6	10813	2.8	45.5	2.8
2014	16047	16.1	11148	3.1	43.7	3.7
2015	16572	3.3	11414	2.4	36.6	5.7
2016	15543	-6.2	11643	2	34.0	6.4
المتوسط	-	10	-	5.6	40.5	9

المصدر: قاعدة البيانات الإحصائية للبنك المركزي الأردني، وقاعدة البيانات للبنك الدولي.

\* تم احتسابه من قبل الباحث، بالاعتماد على سعر الصرف الاسمي للدينار الأردني مقابل الدولار خلال الفترة من (2016-1980).

من خلال الجدول (3-1) نلاحظ ان النمو بالاحتياطيات الأجنبية انخفض بين الاعوام 1981 و1985 حيث انخفض بنسبة ما بين 8% و32%، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها ارتفاع خدمة الدين العام حيث كانت 5.6% في بداية الفترة و8.7% في نهايتها في تلك الاعوام، وذلك بسبب ارتفاع نفقات الحكومة الأردنية خلال هذه الفترة وانخفاض إيراداتها.

كان هناك العديد من العوامل السلبية خلال الفترة (1982-1988)، حيث تراجعت حجم المساعدات العربية للأردن وانخفضت حوالات العاملين الأردنيين بالخارج وانخفضت الصادرات مما أدى إلى تراجع الاحتياطيات الأجنبية، وانقسمت هذه الفترة إلى فترتين؛ الأولى خلال الفترة (1982-1985)، حاولت الأردن خلال هذه الفترة التخفيف من الضغط على الاحتياطيات الأجنبية بانتهاج سياسات مالية ونقدية منسجمة مع بعضها مع محاولة تعويض النقص في التدفقات الداخلة عن طريق الاقتراض الخارجي وبعض المصادر التجارية، اما الفترة الثانية فقد كانت خلال الفترة (1986-1988)، حيث زادت الأردن من اقتراضها الخارجي واستنزفت رصيدها من الاحتياطيات الأجنبية لمنع تأثيرات الازمات الخارجية على الاقتصاد الأردني والحفاظ على الطلب الكلي المعهود الامر الذي أدى إلى انهيار قيمة الدينار الأردني ونتيجة لذلك اتجهت الحكومة الاردنية خلال هذه الفترة سياسة مالية توسعية من أجل تنشيط التفاعل الاقتصادي (حتر، 1991). ففي عام 1988 انخفضت الاحتياطيات الأجنبية انخفاضاً حاداً وقد سجلت اقل نسبة نمو خلال فترة الدراسة وكان التراجع حوالي 55%، ولكن في العام 1989 ارتفع النمو بالاحتياطيات الأجنبية حيث سجلت اعلى نسبة نمو بقيمة 86% وذلك بسبب الانخفاض الكبير لسعر الصرف الاسمي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وفي العاميين التاليين انخفضت حوالات الأردنيين العاملين بالخارج مما أدى إلى انخفاض النمو بالاحتياطيات الأجنبية وذلك بسبب حرب الخليج الثانية عام 1991، ( سليمان، 2017). في عام 1993 ارتفعت الاحتياطيات الأجنبية في الأردن حيث سجل النمو فيها 88% ويرجع ذلك إلى انخفاض خدمة الدين الخارجي

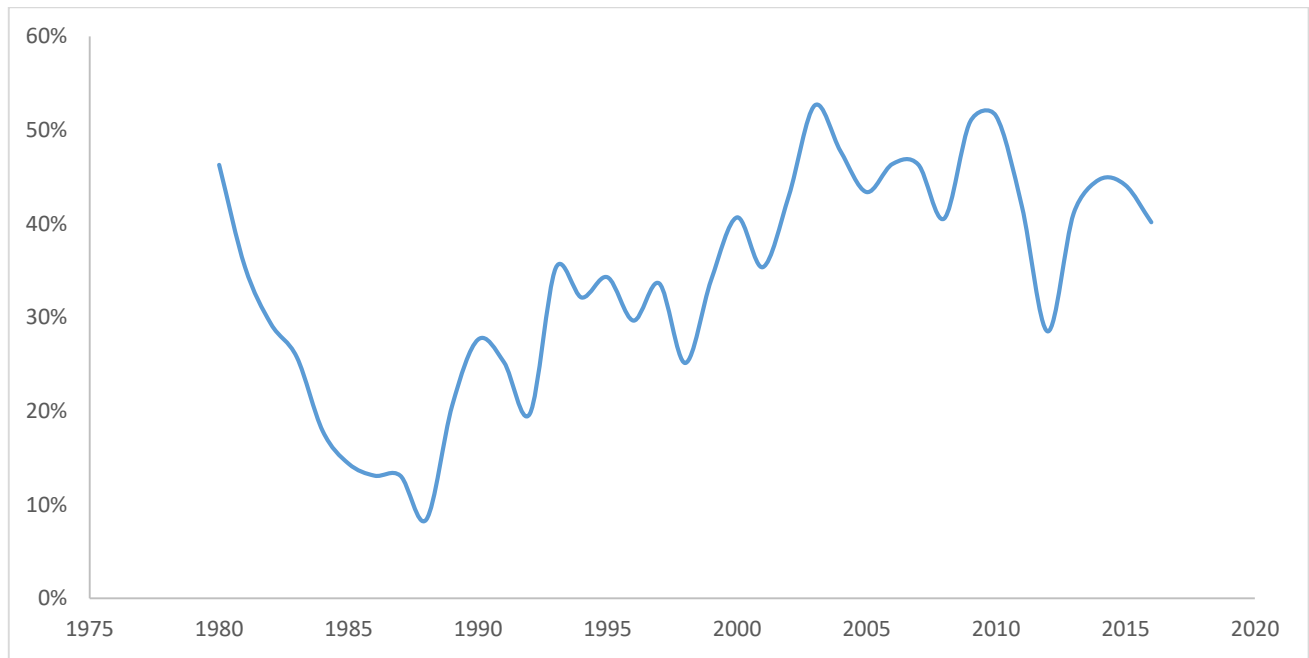
والعجز في الميزان التجاري وزيادة تدفقات الأموال من الخارج. لكنّ الاحتياطات الأجنبية انخفضت سنة 1996، حيث سجل النمو 10% وذلك لارتفاع العجز في الميزان التجاري وخدمة الدين الخارجي، حيث ارتفع العجز في الميزان التجاري إلى 40.8% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. أما في عام 1999 فقد ارتفعت الاحتياطات الأجنبية وسجلت نمواً بنسبة 39% وذلك بسبب انخفاض العجز في الميزان التجاري وخدمه الدين الخارجي حيث انخفض العجز بالميزان التجاري وخدمة الدين الخارجي.

في العام 2003 ارتفعت الاحتياطات الأجنبية وذلك بسبب ارتفاع حوالات العاملين الأردنيين بالخارج وزيادة المنح الخارجية للأردن تعويضاً عن الأضرار الاقتصادية الناجمة عن الحرب على العراق في عام 2003 مما أدى إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية (سليمان، 2017). ، في حين انه بين الاعوام 2006 و 2010 سجل الاحتياطات الأجنبية نمواً ملحوظاً حيث سجلت ما بين 37% و 12% ويرجع ذلك إلى زيادة التدفقات الخارجية الي الأردن حيث ارتفعت المساعدات الخارجية للأردن، وشراء العملات الأجنبية من البنوك المرخصة، وزيادة عوائد الخصخصة وزيادة المنح الخارجية المقدمة للحكومة الأردنية وذلك تزامناً مع بداية ثورات الربيع العربي في المنطقة وتداعياتها ومنها أزمة اللجوء السوري (سليمان، 2017)، وقد سجل النمو بالاحتياطات الأجنبية في المتوسط حوالي 10% خلال فترة الدراسة. أما بالنسبة للعجز في الميزان التجاري فقد كانت أعلى نسبة له في عام 1981 حيث سجل 61% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بينما كانت أقل قيمة في العام 1998 حيث سجل حوالي 27% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وقد كان العجز في الميزان التجاري في المتوسط 40.5% خلال فترة الدراسة. وبالحديث عن خدمة الدين الخارجي فقد سجلت بالمتوسط ما نسبته 9% من الناتج المحلي الإجمالي وكانت أعلى قيمة 20.8% في عام 1988 وأقل قيمة 2.8% من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة.

وتبين الرسمه التاليه تطور الاحتياطات الأجنبيه في الأردن كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة الدراسة:

### الشكل (1)

الاحتياطات الأجنبيه بالأردن كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي خلال الفترة (1980-2016)



\*من اعداد الباحث: استناداً إلى البيانات الواردة في جدول (1-3)

نلاحظ من خلال الشكل (1) ان الاحتياطات الأجنبيه كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كانت تتصف بالتذبذب خلال فترت الدراسة، فقد سجلت في بداية الثمانينات حوالي 46% كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي بعدها استمرت بالانخفاض حتى عام 1988 حيث وصلت إلى أدنى مستوياتها حيث سجلت 8.4% وذلك بسبب الانخفاض المستمر في الاحتياطات الأجنبيه في الخمس سنوات التي سبقتها الامر الذي أدى إلى انهيار قيمة الدينار الاردني، ثم استمر التذبذب بالارتفاع والانخفاض حتى سنة 2010 التي وصلت النسبه عنها إلى 51.5% من الناتج المحلي الإجمالي وبعدها انخفضت بشكل كبير وسجلت 28.5% كنسبه من الناتج



المحلي الإجمالي في عام 2012 وعندها تعرض الدينار الأردني إلى تهديد حقيقي. اما أعلى قيمة سجلتها كانت في عام 2003 حيث كانت الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 52.6% وذلك بسبب ارتفاع حوالات العاملين بالخارج وتدفقات أموال العراقيين وارتفاع المساعدات الخارجية المقدمة للأردن في هذا العام، وكان الوسط الحسابي للاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 34% خلال فترة الدراسة، ولم تكن الاحتياطات الأجنبية أكثر من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن ابداً خلال فترة الدراسة ويرجع ذلك للعجز المزمن بالميزان التجاري حيث ان المستوردات كانت دائماً أكبر مستنزفة للاحتياطات الأجنبية في الأردن خلال فترة الدراسة.

## الشكل (2)

النمو بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة % (1980-2016)

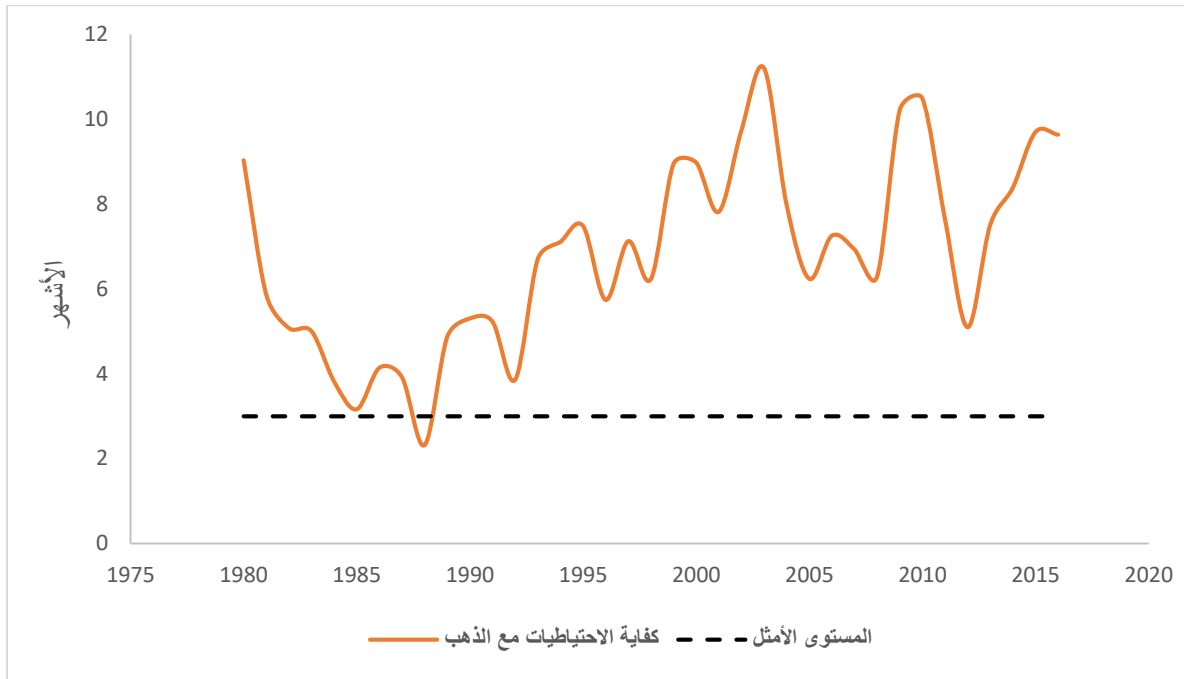


\* من اعداد الباحث: استناداً إلى البيانات الواردة في جدول (1-3)

يمثل الشكل السابق النمو بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي لسنة الأساس 2010 في الأردن خلال فترة الدراسة ونلاحظ من الشكل انه كان هناك نمواً متذبذباً في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث سجّل أدنى معدل للنمو في عام 1989 وكان النمو منخفضاً بحوالي 13.5% وذلك بسبب أزمة الدينار الأردني التي شهدها الأردن في تلك الفترة ثم عاد النمو بالنتائج المحلي الإجمالي بالارتفاع بشكل كبير، وسجّل أعلى مشاهدة في عام 1992 حيث كان 18.7%، بينما كان الوسط الحسابي لجميع المشاهدات خلال فترة الدراسة 5.6%.

### الشكل (3)

كفاية الاحتياطيات الأجنبية والمستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017)



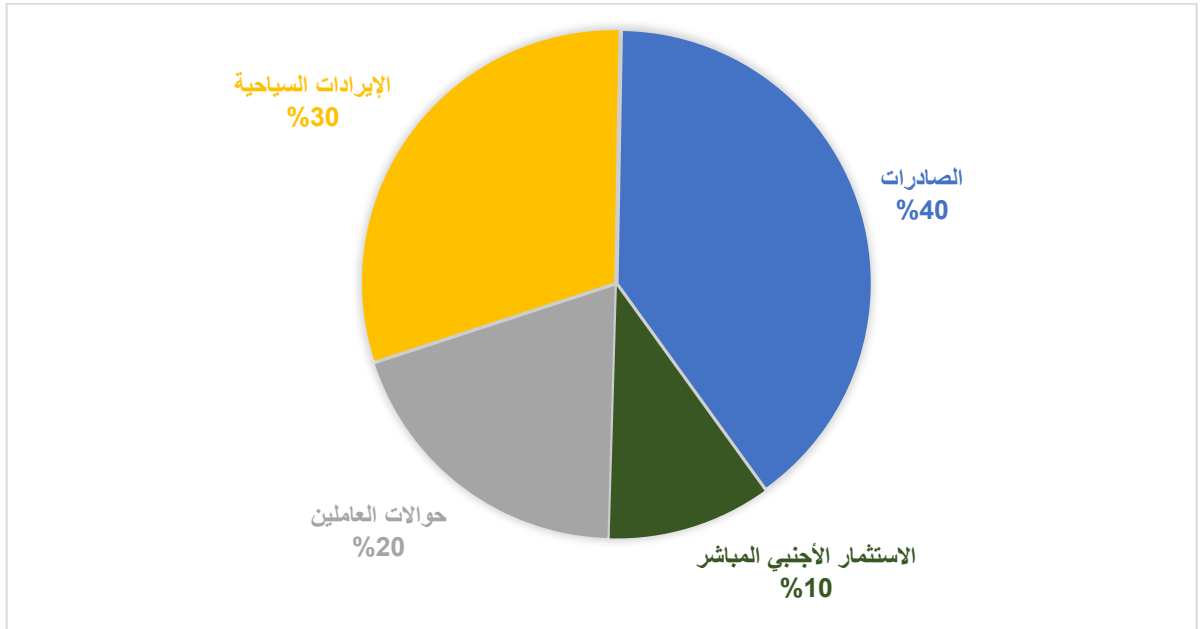
\* المصدر من اعداد الباحث: استناداً إلى بيانات من البنك الدولي

يمثل الشكل (3) كفاية الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال فترة الدراسة والتي تم قياسها بقدرة الاحتياطيات الأجنبية على تمويل ثلاثة أشهر متتالية من المستوردات، حيث يمثل الخط المتعرج عدد الأشهر التي تستطيع الاحتياطيات الأجنبية تمويلها، أما الخط المتقطع المستقيم فيمثل الحد الأدنى الذي يجب على الاحتياطيات الأجنبية

ان توفره من أجل ان تكون في الوضع الآمن، ونلاحظ من خلال الشكل انه في عام 1988 كانت الاحتياطات الأجنبية في أدنى مستوياتها وقدرتها على تمويل المستوردات حوالي شهرين، وذلك بسبب انخفاض الدينار الأردني إلى أدنى مستوياته خلال عام 1988 مما سبب في العام 1989 أزمة اقتصادية، ولم تكن الاحتياطات الأجنبية اقل من الحد الأدنى الا في عام 1988 خلال فترة الدراسة، اما في عام 2003 كانت الاحتياطات الأجنبية في افضل حالتها خلال فترة الدراسة حيث كانت لديها القدرة على تمويل ما يقارب 11 شهراً، ويرجع ذلك إلى التعويضات التي منحت للأردن بسبب الحرب على العراق، وكان متوسط كفاية الاحتياطات ما يقارب 7 اشهر وهذا يدل على الاستقرار النقدي والمالي النسبي في الأردن خلال فترة الدراسة.

#### الشكل (4)

متوسط مصادر الاحتياطات الأجنبية خلال الفترة (2012 - 2016)



\*المصدر من اعداد الباحث: استناداً إلى بيانات من البنك المركزي والبنك الدولي

يشير الشكل (4) إلى أن الصادرات والإيرادات السياحية وحوالات العاملين والاستثمار الأجنبي المباشر تعتبر من أهم مصادر الاحتياطيات الأجنبية، وتم احتساب الشكل بجمع هذه المصادر الأربعة واخذ مساهمة كل منها بالمتوسط خلال الفترة (2012-2016). حيث استحوذت الصادرات على النسبة الأكبر من الاحتياطيات الأجنبي حيث شكلت 40% وجاءت الإيرادات السياحية ثانياً فقد شكلت 30% من الاحتياطيات الأجنبية وتلتها حوالات العاملين بنسبة 20%، بينما كانت النسبة الأقل من نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر حيث شكل 10% فقط من الاحتياطيات الأجنبية،

### 3-3 الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر أحد التدفقات النقدية التي تدعم الاقتصاد الأردني من الخارج، فهو عبارة عن قيام المستثمرين الأجانب بشراء أسهماً وسندات في بورصة عمان، وتشكل ملكية الأجانب نسبة كبيرة من إجمالي القيمة السوقية في بورصة عمان، حيث تلعب دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد الأردني، ويستحوذ المستثمرون من دول الخليج العربي على النسبة الأعلى من الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان، حيث شكلت نسبة ملكية المستثمرين الخليجيين في نهاية 2016 ما يقارب 38.6% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، بينما كانت نسبة ملكية المستثمرين من باقي دول العالم 11% فقط من إجمالي القيمة السوقية في نفس الفترة، وبشكل عام لا تضع بورصة عمان قيوداً على المساهمات الأجنبية في الشركات المدرجة لديها (الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، 2018)، وفي هذا الجزء من الفصل سوف يتم تقييم بورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر وتقييم الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

### 3-3-1 بورصة عمان

بدأ الناس التداول بالأسهم وإنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن في ثلاثينيات القرن الماضي، وقد تم إصدار إسناد قرض لأول مرة في بداية الستينيات من القرن العشرين، وأدى ذلك إلى ظهور سوق غير نظامي لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة بالاستثمار بالأوراق المالية، مما دفع الحكومة الأردنية إلى التفكير بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية وكيفية التعامل معها بسرعة وسهولة، بالإضافة إلى حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد أسعار الأوراق المالية بناءً على قوى العرض والطلب، ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة أيضاً إلى إنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت العديد من الجهات بدعم حكومي بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، وكنتيجة لذلك ظهر سوق غير نظامية لتداول الأوراق المالية في الأردن عبر مكاتب غير مخصصة، مما جعل الحكومة تفكر جدياً بتأسيس

سوق لأصدار وتداول الأوراق المالية، وبدأت الجهات المعنية بدعم حكومي للتحضير لأنشاء هذا السوق،  
وصدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1978 والذي بموجب تم تأسيس سوق عمان المالي (موقع بورصة  
عمان الالكتروني، 2018).

### 2-3-3 تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يوضح الجدول التالي نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي واجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان  
بالدينار الأردني والاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي خلال الفترة  
(1995-2017) وذلك لعدم توفر بيانات نسبة ملكية الأجانب في بورصة عمان قبل هذا التاريخ:

### الجدول (2-3)

نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي واجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان والاستثمار الأجنبي غير المباشر

(1995-2017)

النمو بالرغم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية %	الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي %*	نسبة النمو بالاستثمار الأجنبي غير المباشر %*	نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي %	الاستثمار الأجنبي غير المباشر (بالمليون دينار أردني) *	اجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان (بالمليون دينار أردني)	السنة
10.8	22.8	-	31	1074	3464	1995
-3.6	22.8	4.1	32.8	1118	3409	1996
10.3	26.6	22.2	39.1	1367	3495	1997
0.5	27.1	11.2	43.9	1519	3461	1998
-1.6	28.8	9.5	43.1	1665	3862	1999
-20.5	28.9	4.1	41.7	1733	4157	2000
29.8	25.0	-8.1	38.5	1593	4138	2001
-1.6	19.3	-17.6	37.4	1313	3510	2002
53.8	24.0	32.3	38.8	1737	4476	2003
62.4	25.6	19.5	41.3	2075	5024	2004
92.9	39.2	68.6	45	3498	7773	2005
-32.6	55.5	69.5	45.5	5929	13032	2006
36.3	107.5	119.9	48.9	13040	26667	2007
-17	66.5	-20.5	49.2	10370	21078	2008
-11.6	84.5	37.8	48.9	14286	29214	2009
-3.7	67.2	-11.8	49.6	12602	25406	2010
-12.59	56.4	-8.3	51.3	11556	22527	2011
-1.20	51.4	-2.2	51.7	11301	21858	2012
-5.60	40.3	-14.9	49.9	9617	19273	2013
-2.28	36.7	-2.9	48.8	9341	19142	2014
-0.18	33.9	-3.4	49.5	9026	18233	2015
-3.79	32.7	-0.6	49.6	8969	18083	2016
-1.48	30.4	-3.5	48.1	8651	17985	2017

\*تم احتسابه من قبل الباحث وذلك من خلال ضرب نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي في اجمالي القيمة السوقية

المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة عمان

نلاحظ من خلال الجدول السابق ان نسبة ملكية الأجانب في بورصة عمان كانت 31% في عام 1995 وعلى

الرغم من انخفاض القيمة السوقية للبورصة الا ان ملكية الأجانب ارتفعت في عام 1996 وسجلت نمواً بنسبة

4.1%، واستمر هذا الارتفاع في العام التالي حيث كانت نسبة ملكية الأجانب في بورصة عمان 39.1%

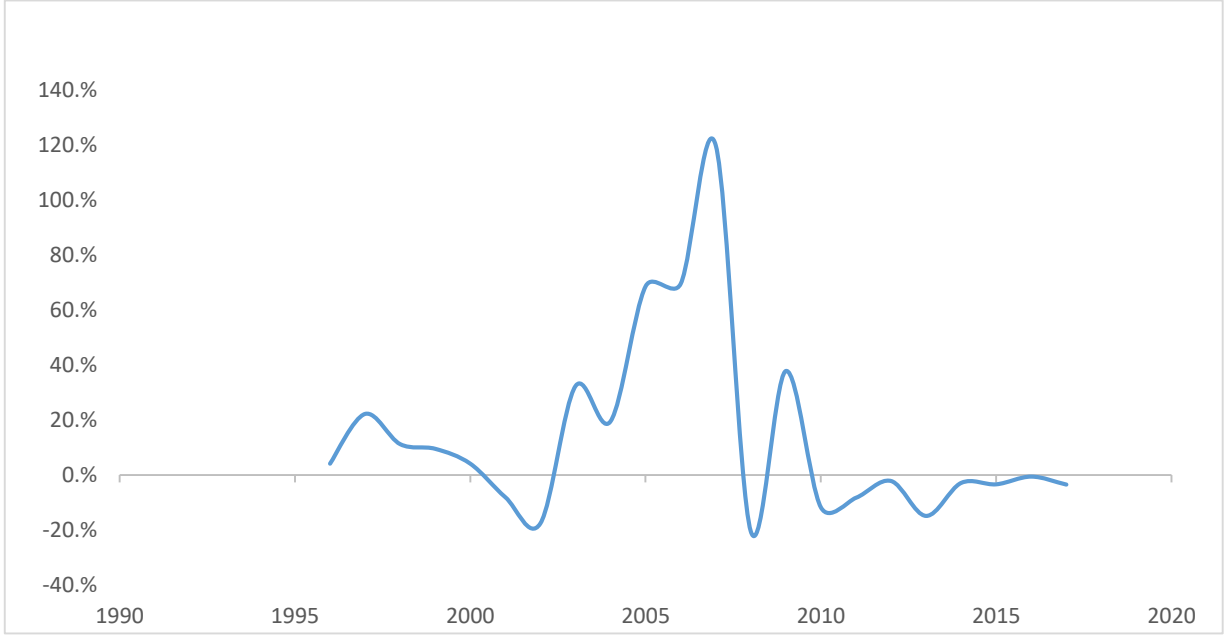
وكانت نسبة النمو بالاستثمار الأجنبي غير المباشر 22.2% واستمر هذا النمو حتى عام 2000 إلا أن نسبة ملكية الأجانب انخفضت من عام 1998 إلى عام 2000 من 43.9 إلى 41.7 وذلك بسبب اقبال المستثمرين الأردنيين على شراء الأسهم في بورصة عمان في الأعوام الثلاث مما قلل نسبة ملكية الأجانب وزاد إجمالي القيمة السوقية للبورصة، إضافة إلى تباطؤ نمو الاقتصاد الدولي بشكل عام وانخفاض أسعار البترول. إلا أنه في عام 2001 و2002 سجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر انخفاضاً ملموساً في النمو حيث تراجعت بمعدلات 8.1% و17.6% على التوالي بسبب أحداث الحادي عشر من سبتمبر التي أثرت على الاقتصاد العالمي بشكل كبير خصوصاً البورصات والمؤسسات المالية، وعلى الرغم من أن هذا التأثير كان طفيفاً على بورصة عمان، إلا أنه كان هناك العديد من الآثار السلبية فيها.

بعد ذلك شهدت بورصة عمان انتعاشاً في الاستثمار الأجنبي، حيث ارتفعت سيولة السوق بسبب زيادة التدفقات النقدية الية بالإضافة إلى الدور الذي لعبه نشاط سوق الإصدارات الأولية ومساهمته في زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة، مما عزز النمو في الناتج المحلي الإجمالي في الأردن (عيسوي، 2016)، حيث نمت نسبة ملكية الأجانب بالسوق بحوالي 9% في عام 2005 عن العام الذي قبله، وعلى الرغم من زيادة نسبة ملكية الأجانب خلال فترة الربيع العربي في بورصة عمان إلا أن القيمة السوقية الفعلية للبورصة انخفضت وذلك لسببين؛ أولاً بسبب هروب المستثمرين من الأسواق المالية الموجودة في المنطقة ككل بما فيها بورصة عمان خوفاً على أموالهم ولجوء المستثمرين الأجانب والمحليين على حدٍ سواء إلى الاستثمار في أسواق مالية أخرى مما يعني انخفاض القيمة السوقية للبورصة أو ما يسمى (Hot Money) وخصوصاً بعد استمرار أثر الأزمة المالية العالمية، وثانياً انخفاض أسعار الأسهم في بورصة عمان مما يعني الانخفاض الفعلي لقيمة استثمارهم في البورصة، وما زالت بورصة عمان تعاني من هذا الانخفاض حيث تراجع النمو بالاستثمار الأجنبي فيها بمعدل 3.5% في عام 2017.



## الشكل (5)

نسبة النمو بالاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن خلال الفترة (1995-2017)



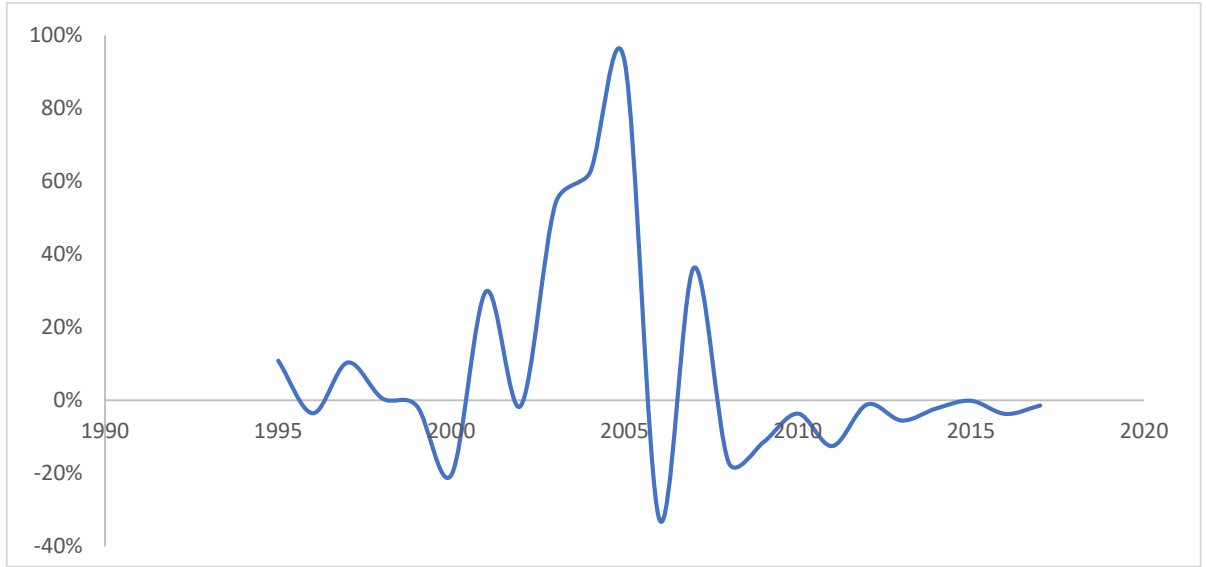
\*المصدر من اعداد الباحث استناداً إلى البيانات في الجدول (2-3)

يمثل الشكل السابق نسبة النمو في الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن، ونلاحظ من خلال الشكل تذبذباً واضحاً، حيث سجلت ملكية الأجانب اعلى معدل نمو بلغت ذروتها في عام 2007 وكان النمو فيها 120% وذلك بسبب الطفرة الاقتصادية التي كانت تمر فيها دول الخليج الناتج عن التزايد الملحوظ في أسعار النفط والارتفاع المبالغ فيه في أسعار الأسهم المحلية، الا أن نسبة ملكية الأجانب انخفضت بشكل كبير في العام التالي وسجلت نمواً سالباً هو الأقل لها منذ تأسيسها متأثرة بالأزمة المالية العالمية حيث تراجع النمو بقيمة 20.5% في العام 2008، الا ان بورصة عمان كان أمن الأسواق المالية الأقل تأثراً بالأزمة العالمية في حين سجلت البورصات الأخرى نمواً اقل، وسجلت نسبة النمو بالاستثمار الأجنبي غير المباشر بالمتوسط 13.9% خلال فترة الدراسة.

نلاحظ من خلال الفصل أهمية الاحتياطات الأجنبية للأردن كبلد نامي، وأن الأردن مرّ بفترات ومراحل وأزمات اقتصادية أثرت على الاحتياطات الأجنبية فيه، مما جعل الحكومة تقوم بمجموعة من برامج التصحيح الاقتصادي التي أثرت إيجابياً على الاحتياطات الأجنبية، ونلاحظ أيضاً تذبذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر وما له من تأثير على الاحتياطات الأجنبية في الأردن خلال فترة الدراسة.

#### الشكل (6)

النمو بالرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية (نقاط) خلال الفترة (1995-2017)



يوضح الشكل السابق النمو بالرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية بالنقاط، وكانت أعلى نسبة نمو في عام 2005 حيث سجل النمو 92.9%، بينما سجلت أقل نسبة انخفاض بالنمو في عام 2006 وكانت نسبة الانخفاض 32.6%، وسجل النمو بالمتوسط 7.7%.

### 4.3 الخلاصة

بين هذا الفصل موضوعين؛ اولاً الاحتياطات الأجنبية وتطورها وتحليلها خلال فترة الدراسة، ثانياً الاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث تم دراسة وتطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة. وفي الفصل القادم سيتم عرض منهجية الدراسة وتقدير نموذج الدراسة وإظهار نتائج التقدير.

## الفصل الرابع منهجية الدراسة ونتائج التقدير

### 1-4 المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1995-2017)، وقد تم استعمال طريقة تحليل السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات المستقلة مثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر والصادرات والايادات السياحية وحوالات العاملين في الخارج وخدمة الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر من جهة والاحتياطات الأجنبية كمتغير تابع من جهة أخرى، وتم استعراض مصادر البيانات ومنهجية الدراسة والنموذج القياسي بالاعتماد على الدراسات السابقة والاطار النظري والعدد من الاختبارات لتحديد الطريقة المستخدمة والتحليل القياسي والتحقق من صحة الدراسة.

### 3-4 متغيرات الدراسة

تم اعتماد مجموعة من المتغيرات استناداً إلى الدراسات السابقة وكان المتغير التابع ممثلاً:  
الاحتياطات الأجنبية (R): الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ويشمل كل الأصول المالية في البنك المركزي الأردني من ذهب و عملات اجنبية مثل الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني وغيرها من العملات الرئيسية في العالم وحقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي.

اما المتغيرات المستقلة كانت على النحو التالي:

حوالات العاملين (REM): حوالات العاملين الأردنيين بالخارج كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

الإيرادات السياحية (T): الإيرادات السياحية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وهي عبارة عن الدخل المتأتي من السياح الأجانب الذي ينفقونه داخل الأردن.

الصادرات (X): الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وهو عبارة ما يقوم به الأردن من تصدير للسلع والخدمات المحلية ومستثنى منه السلع والخدمات المعاد تصديرها.

خدمة الدين الخارجي (DS): خدمة الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وهي عبارة عما يقوم الأردن بتسديده من ديون خارجية على شكل أقساط ومدفوعات وفوائد.

الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI): الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وهو عبارة عن قيمة رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى الأردن بهدف الاستثمار بشكل فعلي فيها وتم اعتماد صافي تدفقات الداخلة إلى الأردن بهدف الاستثمار الأجنبي المباشر.

الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FII): الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وهو عبارة عن قيمة الاستثمار المالي للأجانب في بورصة عمان ويحسب من خلال نسبة ما يملكه الأجانب في بورصة عمان مضروباً بالقيمة السوقية للبورصة.

#### 4-4 النموذج القياسي

تلعب النماذج القياسية دوراً مهماً في رسم السياسات الاقتصادية، حيث تستخدم من أجل تحديد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية واتجاهها، وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على النظرية الاقتصادية وعدد من الدراسات السابقة منها [Akinwunmi و Adekoya, 2016) (Chowdhury, 2014) (Olokoyo, 2009) (سليمان، 2017)]، وتم التوصل إلى النموذج التالي:

$$R = \beta_0 + \beta_1REM + \beta_2T + \beta_3X + \beta_4DS + \beta_5FDI + \beta_6FII + \mu$$

R: الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

REM: حوالات العاملين بالخارج عبر القنوات الرسمية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

T: الإيرادات السياحية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

X: الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

DS: خدمة الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

FDI: الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

FII: الاستثمار الأجنبي غير المباشر وهو عبارة عن نسبة ملكية الأجانب في بورصة عمان ضرب

اجمالي القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

#### 5-4 الاختبارات التشخيصية

يتم استخدام الاختبارات التشخيصية من أجل الوصول إلى الطريقة المناسبة لتحليل النموذج القياسي،

فاستعمال طريقة معينة بدون القيام بالاختبارات التشخيصية قد يؤدي إلى ظهور العديد من المشاكل

الإحصائية مثل الحصول على قيم مرتفعة لكل من (  $R^2$  و  $F$  و  $t$  ) وبالتالي ظهور نتائج مضللة للتقدير،

وفي هذه الدراسة تم استخدام الاختبارات التالية:

#### 1-5-4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test):

يعتبر اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية من الاختبارات المهمة التي تبين استقرار متغيرات السلاسل الزمنية او ان هذه المتغيرات غير مستقرة وتمتلك جذر وحدة، ويعتبر المتغير العشوائي ( $X$ ) ساكناً إذا كان يتصف بالخصائص التالية (Gujarati، 2004):

(1) وسطة الحسابي ثابت.

$$E(X_t) = \mu$$

(2) تباينه ثابت.

$$Var(X_t) = E(X_t - \mu)^2 = 6^2$$

(3) التباين المشترك بين ( $X_{t+k}$ ) و ( $X_t$ ) عند الفترة ( $K$ ) يعتمد فقط على ( $K$ ) أي ان:

$$Y_k = COV(X_t, X_{t+k}) = E[(X_t - \mu)(X_{t+k} - \mu)]$$

ويعتبر هذا الاختبار من أهم اختبارات السلاسل الزمنية ويمكن تفسيره بالمعادلة التالية:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \mu_t, \text{ Where: } -1 \leq \rho \leq 1$$

فعندما تكون قيمة معامل الارتباط  $\rho$  اقل من (1) بالقيمة المطلقة فهذا يعني انه لا يوجد مشكلة جذر الوحدة والسلسلة الزمنية ساكنة، ولكن إذا كانت قيمة معامل الارتباط  $\rho$  تساوي (1) بالقيمة المطلقة فهذا يعني ان السلسلة الزمنية غير مستقرة وتوجد مشكلة جذر الوحدة.

في هذه الاختبارات يتم اختبار ما إذا كان يوجد جذور للوحدة أم لا، فمثلاً ( $Y_t$ ) تعتبر مستقرة عند الجذر إذا:

$$Y_t \sim I(0)$$

وتكون ( $Y_t$ ) غير مستقرة إذا كان:

$$Y_t \sim I(d) \dots \dots d > 0$$

\*حيث ان  $d$  تمثل الفرق

وفي حال لم تكن المتغيرات مستقرة عند الجذر يتم اخذ الفرق الأول والفرق الثاني والثالث لمعرفة عند

أي فرق تستقر السلسلة الزمنية، وفي هذه الدراسة تم اعتماد اختبار ديكي-فولر الموسع

(Augmented Dickey – Fuller test) واختبار فيليبس بيرون (Philips and Perron pp)

من أجل فحص السلال الزمنية وللتأكد من وجود مشكلة الوحدة للسكون من عدمه وذلك لاختيار الطريقة

المناسبة لتحليل النموذج القياسي.

### 1) اختبار ديكي - فولر الموسع (Augmented Dickey – Fuller test):

يعد اختبار ديكي - فولر الموسع (Augmented Dickey – Fuller test) أحد اهم اختبارات سكون

جذور الوحدة للسلاسل الزمنية ويرمز اليه ADF، ويقوم هذا الاختبار على أساس إضافة فروض التباطؤ

للسلاسل الزمنية وذلك لأنه في حال كانت هناك مشكلة ارتباط ذاتي يتم تصحيحها عن طريق إضافة هذه

الفروق إلى المعادلات.

### 2) اختبار فيليبس بيرون (The Philips – Perron test):

يعتبر اختبار فيليبس بيرون (The Philips – Perron Test) أحد اهم اختبارات جذر الوحدة،

ويعمل بنفس الطريقة التي يعمل بها اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) الا انه يقوم باستخدام الطرق



الإحصائية اللامعلمية لمعالجة مشكلة الارتباط المتسلسل بين الأخطاء بدون إضافة قيم متباطئة للسلاسل الزمنية.

#### 2-5-4 اختبار استقرارية النموذج (Stability Test):

يعتبر من الاختبارات المهمة التي تختبر استقرارية معلمات النموذج خلال فترة الدراسة، حيث أنها إذا كانت في نطاق الحدود الحرجة فإن المعلمات تكون مستقرة طول فترة الدراسة ولا داعي لتجزئة فترة الدراسة، أما إذا كانت خارج نطاق الحدود الحرجة فإن معلمات نموذج الدراسة تكون غير مستقرة ويجب تقسيم الفترة الزمنية، ومن أهم اختبارات استقرارية النموذج اختبار (CUSUM Test) واختبار (CUSUM Square Test).

#### 3-5-4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

تعتبر اختبارات التكامل المشترك من الاختبارات المهمة التي يجب القيام بها للدراسة، وذلك لأنها تعمل على اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، لكن هذه الاختبارات تتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة عند نفس الدرجة وفي حال كانت المتغيرات متكاملة عند درجات مختلفة لا يمكن القيام بها.

سوف يتم استخدام اختبار الحدود (Bound Test) لمعرفة ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أو لا، حيث أنه يتم مقارنة (F-statistic) المحسوبة بالقيم الجدولية ضمن الحدود الحرجة المفتوحة (Pesaran وآخرون، 2001) ويتكون الجدول من قيم الحد الأدنى وقيم الحد الأعلى، فإذا كانت (F-statistic) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى فهذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إذا كانت قيمة (F-statistic) أقل من قيم الحد الأدنى فيتم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وفي حال كانت قيمة (F-statistic) بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى فهذا يعني أن النتيجة غير محسومة.

#### 6-4 نتائج التحليل القياسي للاختبارات التشخيصية

وبعد القيام بالاختبارات التشخيصية السابقة على بيانات الدراسة كانت النتائج كالآتي:

#### 1-6-4 اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية

بهدف اختبار استقرار السلاسل الزمنية فقد تم استخدام اختبار ديكي – فولر الموسع (ADF) واختبار

فيليبس – بيرون (PP) وكانت النتائج كالآتي:

الجدول (1-4)

اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)

المتغير	قيمة t المحسوبة	القيم الجدولية عند المستويات المعنوية			
		%1	%5	%10	
R	-1.817228	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-5.277391	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول
REM	0.497756	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-6.507095	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول
T	-1.504672	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.266507	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
X	-0.412095	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.842419	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول
DS	-1.655028	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-7.533652	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول
FDI	-1.647322	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.646385	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول
FII	-1.356764	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-5.998581	-3.596616	-2.933158	-2.604867	الفرق الأول

- تم اعداده من قبل الباحث باستخدام برنامج Eviews 9

اشارت نتائج اختبار ديكي - فولر الموسع إلى ان جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة عند المستوى لان قيمة (t) المحسوبة بالقيمة المطلقة اقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة عند جميع المستويات، وبعد اخذ الفرق الأول أصبحت جميع السلاسل الزمنية ساكنة عند المستوى المعنوي 1%، ولذلك نرفض الفرضية الصفرية بوجود جذر وحدة عند الفرق الأول.

الجدول (2-4)

اختبار فيليبس بيرون (PP)

المتغير	قيمة t المحسوبة	القيم الجدولية عند المستويات المعنوية			
		%1	%5	%10	
R	-1.944504	-3.588509	2.929734	-2.603064	المستوى
	-3.711451	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
REM	0.497756	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.251317	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
T	-1.605185	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.266507	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
DS	-1.373167	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-8.230644	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
X	-0.762355	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-3.733590	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
FDI	-1.870204	-3.588509	-2.929734	2.603064	المستوى
	-3.578459	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول
FII	-1.356764	-3.588509	-2.929734	-2.603064	المستوى
	-4.180618	-3.592462	-2.931404	-2.603944	الفرق الأول

- تم اعداده من قبل الباحث باستخدام برنامج Eviews 9

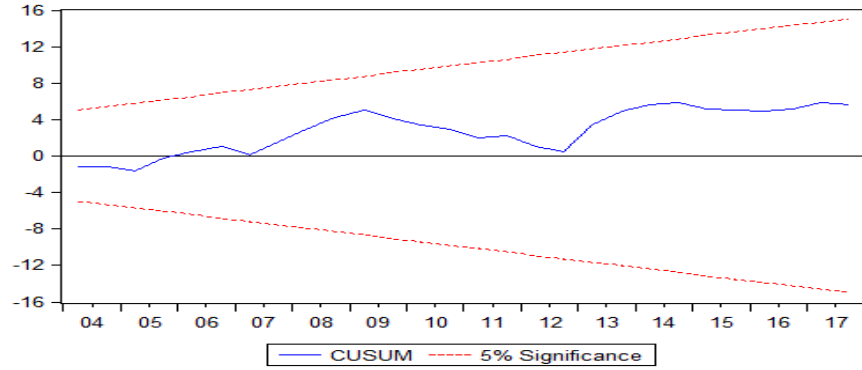
كما ان نتائج اختبار فيليبس - بيرون (PP) في الجدول (2-4) تدعم نتائج اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF)، حيث أظهرت نتائج فيليبس - بيرون (PP) ان جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات لم تكن ساكنة عند المستوى، بينما كانت جميعها ساكنة عند اخذ الفرق الأول عند المستوى المعنوي 1%، باستثناء السلسلة الزمنية السلسلة الزمنية للاستثمار الأجنبي المباشر حيث كانت ساكنة عند المستوى المعنوي 5%، مما يزيد من مصداقية نتائج الدراسة.

#### 2-6-4 اختبار استقراريه النموذج (Stability Test)

بعد اجراء اختباري (CUSUM & CUSUM of Squares) لفحص الاستقراريه، تبين ان منحني الأخطاء يقع ضمن الحدود الحرجة عند مستوى 5% كما توضح الأشكال (1) و (2) خلال فترة الدارسة لذلك لا حاجة لتقسيم الفترة، حيث يمكن التعامل مع الدراسة كفترة زمنية واحدة.

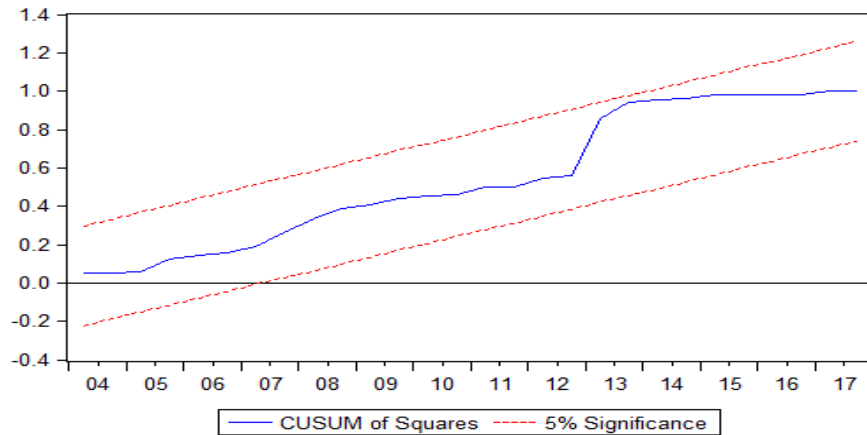
الشكل (7)

CUSUM Test



الشكل (8)

CUSUM of Squares Test



#### 3-6-4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test):

بما ان جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج غير مستقرة عند المستوى وكانت مستقرة عند الفرق الأول (1)I، فهذا يدل على إمكانية وجود تكامل مشترك مما يعني علاقة طويلة الأجل، حيث ان سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول هو شرط أساسي من شروط التكامل المشترك.

يظهر من خلال اختبار الحدود (Bound Test) وجود تكامل مشترك كما في الجدول (3-4) التالي:

#### جدول (3-4)

#### اختبار الحدود (BOUND Test)

Equations	F-calculated	I0	I1	K	Decision
R=f [REM, T, DS, X, FDI, FII]	1.88	2.12	3.23	6	No Co-integration
REM=f [R, T, DS, X, FDI, FII]	1.76	2.12	3.23	6	No Co-integration
T=f [R, REM, DS, X, FDI, FII]	8.19	2.12	3.23	6	Co-integration
DS=f [R, REM, T, X, FDI, FII]	3.47	2.12	3.23	6	Co-integration
FDI=f [R, REM, T, DS, X, FII]	4.26	2.12	3.23	6	Co-integration
FII=f [R, REM, T, DS, X, FDI]	28.27	2.12	3.23	6	Co-integration

بما ان جميع متغيرات الدراسة كانت غير ساكنة عند المستوى وأصبحت ساكنة عند الفرق الأول (1)I، واطهر اختبار الحدود وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة، حيث ان قيمة F-statistic أقل من قيمة الصغرى I(0) في معادلتين وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك، بينما كانت قيمة F-statistic اعلى من القيمة العليا (I1) في اربع معادلات وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. وهذا يدل على وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وهذا يعني ان متغيرات الدراسة لا تبتعد كثيراً عن بعضها البعض على المدى الطويل.

#### 1-7-4 الاختبارات التشخيصية للنموذج (Diagnostic Tests)

للتأكد من كفاءة النموذج المستخدم وخلوة من المشاكل القياسية، فقد تم اجراء الاختبارات التالية:

#### الجدول (4-4)

الاختبارات التشخيصية للتحليل القياسي

Diagnostic Test	F-statistic	Test Statistic (Prob. Values)
Serial Correlation	0.524170	0.5982
Heteroscedasticity	0.901344	0.5669

تظهر نتائج الجدول (4-5) خلو النموذج القياسي من مشكلة الارتباط المتسلسل بين الأخطاء العشوائية (Serial Correlation) حيث ان قيمة (F-Statistic) كانت أكبر من 5% لذلك يمكن قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، كما ان قيمة (F-statistic) لاختبار ثبات تباين حد الخطأ (Heteroscedasticity) كانت أكبر من 5% ويمكن ايضاً قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود مشكلة تبيان حد الخطأ.

#### 7-4 تقدير النموذج

بعد ان أظهرت نتائج الاختبارات التشخيصية ان جميع متغيرات الدراسة ساكنة عند الفرق الأول (1)، كما أظهرت النتائج ايضاً وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة على المدى الطويل، لذلك تم تقدير النموذج باستخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترة الإبطاء الموزعة (ARDL).

وبعد ان تم القيام بعملية التقدير كانت النتائج على المدى الطويل كالآتي:

الجدول (4-5)

نتائج التقدير الطويل الأجل للنموذج باستخدام طريقة (ARDL)

ARDL (1, 1, 1, 1, 1, 2, 1), Akaike Criterion

	Variable	Coefficient	T-statistic	Prob.
Long – Run	REM	3.077422	2.739531	0.0106
	T	0.788288	0.814544	0.4222
	X	-1.929726	-2.595420	0.0149
	DS	-1.286646	-2.983900	0.0058
	FDI	0.574771	1.768906	0.0878
	FII	-0.429033	-2.619977	0.0140
R-Squared	0.863833	F-Statistic		12.68790
Adjusted R-Squared	0.795750	Prob. (F-Statistic)		0.000000
S.E. of Regression	0.031045	Durbin-Watson Stat		1.639126

يظهر من الجدول (4-4) المتغيرات المستقلة والقيم المتوقعة لها كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في المدى

الطويل باستخدام معيار (AIC) لتحديد فترات التباطؤ فإن النموذج الأمثل الذي تم اختياره هو ARDL (1, 1,

.1, 1, 1, 2, 1)



يتضح من الجدول ان هناك علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة على المدى الطويل، ويمكن كتابة العلاقة التوازنية طويلة الاجل كالآتي:

$$R = -0.26 + 3.08REM + 0.79T - 1.93X - 1.29DS + 0.58FDI - 0.43FII$$

يظهر من النتائج ان قيمة معامل تحديد الانحدار  $R^2$  هو 0.86 وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر تقريباً 86% من التغيرات الحاصلة في الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وهو مقبول ومنطقي نوعاً ما، وتظهر النتائج على شكل مروانات، حيث انه على المدى الطويل كانت حوالات العاملين والصادرات وخدمة الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر مقبولة احصائياً بينما كانت السياحة الدولية غير مقبولة احصائياً، ويلاحظ من خلال الجدول انه على المدى الطويل كانت قيمة المعلمة المقدرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر سلبية اي حوالي (0.43)، وهذا يعني ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بمقدار (1%) سيؤدي إلى نقصان الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بحوالي (0.43%)، ويمكن تفسير ذلك بسبب قيام المستثمرين الأجانب في السوق المالي إلى نقل ارباحهم من البورصة إلى البلد الام، بالإضافة إلى ان جزء من الاستثمارات الأجنبية تم تمويلها من خلال قروض محلية، كذلك عند حدوث أزمة اقتصادية كما حدث خلال الأزمة المالية العالمية عام 2008 فسرعان ما تستجيب أسواق الأوراق المالية لذلك، الامر الذي يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية إلى خارج البلد وهذا ما يعرف بالأموال الساخنة (Hot Money)، كما ان جزء من الاستثمارات كانت من خلال الأرباح المتحققة بالسنوات السابقة. اما بالنسبة لحوالات العاملين الأردنيين بالخارج فإن زيادتها (1%) سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية (3.08%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالحدث عن الإيرادات السياحية فإن النتائج كانت تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، وأثرت الصادرات سلباً على

الاحتياطات الأجنبية حيث ان زيادة الصادرات سوف يؤدي إلى انخفاض الاحتياطات الأجنبية وهذا عكس المتوقع ويتعارض مع النظريات الاقتصادية، بينما أثرت خدمة الدين الخارجي سلباً على الاحتياطات الأجنبية حيث ان زيادة خدمة الدين الخارجي (1%) سوف يؤدي إلى نقصان الاحتياطات الأجنبية (1.92%)، وأثر الاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطات الأجنبية ايجابياً حيث ان زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية (0.58%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

اما العلاقة على المدى القصير فكانت كالآتي:

#### الجدول (4-6)

نتائج التقدير القصير الأجل عن طريق نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة (ARDL)

	Variable	Coefficient	T-statistic	Prob.
Short-run	REM $\Delta t-1$	-1.964849	-1.830512	0.0778
	T $\Delta t-1$	2.478764	2.27707	0.0522
	X $\Delta t-1$	0.877010	1.228402	0.2295
	DS $\Delta t-1$	0.837202	2.014237	0.0537
	FDI $\Delta t-1$	-0.787024	-1.618713	0.1167
	FDI $\Delta t-2$	0.972256	2.447702	0.0209
	FII $\Delta t-1$	0.191093	1.770882	0.0875
	Contieq t-1	0.101087	0.905758	0.3728

وتشير النتائج ان معلمة حد تصحيح الخطأ كانت قيمتها (0.101) وذات دلالة معنوية (0.37) وهذا يعني انها غير مقبولة احصائياً، حيث يعبر معامل حد تصحيح الخطأ عن نسبة الاختلال في التوازن في الفترة السابقة

التي يتم تصحيحها في الفترة اللاحقة، وتظهر النتائج ان التوازن في المدى القصير لا يقترب من التوازن في المدى الطويل.

وتشير النتائج ايضاً انه على المدى القصير كانت حوالات العاملين وتدفقات السياحة الدولية وخدمة الدين الخارجي مقبولة احصائياً عند المستوى المعنوي 10% بينما كان الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر مقبول احصائياً عند المستوى المعنوي 5% الا ان الصادرات لم تكن مقبولة احصائياً.

اما بالنسبة لقيمة المعلمة للاستثمار الأجنبي غير المباشر على المدى القصير فقد كانت إيجابية أي حوالي (0.19%) وهذا يعني ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي بمقدار (1%) سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات بنسبة (0.19%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بسبب تدفق العملات الأجنبية إلى داخل البلد عند قيام المستثمرين الأجانب بالاستثمار في سوق عمان المالي. وأثرت حوالات العاملين في الخارج سلبياً على الاحتياطيات الأجنبية المدى القصير وهذا عكس المتوقع ولا يتفق مع النظرية الاقتصادية، وكان اثر الإيرادات السياحية ايجابياً بحيث أن زيادها (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (2.48%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، اما على للصادرات فإن النتائج كانت تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، وأثرت خدمة الدين الخارجي ايجابياً على الاحتياطيات الأجنبية فزيادتها (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (0.84%) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي وذلك لأنه عند القيام الحكومة الأردنية من الاقتراض من الخارج تكون هذه القروض على شكل عملات اجنبية مما يعني دعم الاحتياطيات الأجنبية، وكان أثر الاستثمار الأجنبي المباشر ايجابياً حيث ان زيادة (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (0.97%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

## 8.4 خلاصة

تم في هذا الفصل عرض منهجية الدراسة ومتغيرات الدراسة والنموذج القياسي، وتم ايضاً اجراء الاختبارات التشخيصية، وبناءً على نتائج هذه الاختبارات تبين أن النموذج المناسب للتحليل هو (ARDL)، وتم تقدير النتائج باستخدام نموذج (ARDL)، اما في الفصل القادم فيستم عرض نتائج الدراسة وتوصيات التي توصي بها هذه الدراسة.

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

يهدف هذا الفصل إلى تلخيص نتائج الدراسة حول أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة (1980-2017)، وبسبب نقص البيانات في بورصة عمان عن نسبة ملكية الأجانب حيث لم تتوفر البيانات قبل العام 1995 تم تحليل النموذج القياسي للدراسة بين الأعوام (1995-2017)، وقد تم اخذ بيانات نصف سنوية عن طريق برنامج E-views 9، واعتمدت الدراسة على طريقة الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL)، بالإضافة إلى القيام بمجموعة من الاختبارات التشخيصية لتحديد النموذج المناسب لأجراء الدراسة.

### 1.5 النتائج

تم اجراء الدراسة بهدف استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن، وبيّنت نتائج الدراسة ما يلي:

1) أظهرت نتائج الدراسة على المدى الطويل أن هناك أثر سلبي للاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن على المدى الطويل حيث ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر (1%) سوف يؤدي إلى انخفاض الاحتياطيات الأجنبية بحوالي (0.42%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

2) على المدى الطويل بالنسبة لحوالات العاملين بالخارج فقد كان أثرها ايجابياً على الاحتياطيات الأجنبية حيث ان زيادة حوالات العاملين (1%) سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (3.08%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وأثرت السياحة ايجابياً على الاحتياطيات الأجنبية حيث ان ارتفاعها (1%) سيؤدي إلى ارتفاع الاحتياطيات الأجنبية (0.79%) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، وكان أثر خدمة الدين العام سلبياً

حيث ان زيادها (1%) سوف يؤدي إلى انخفاض الاحتياطيات الأجنبية (1.29%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بينما كان أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطيات الأجنبية إيجابياً حيث ان زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر (1%) سوف يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (0.58%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

(3) أظهرت النتائج على المدى القصير أن هناك أثر إيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن، حيث ان زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية بحوالي (0.19%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويرجع ذلك إلى ان تدفق أموال المستثمرين الأجانب إلى داخل الأردن يدعم الاحتياطيات الأجنبية.

(4) على المدى القصير أثرت الإيرادات السياحية إيجابياً بحيث أن زيادتها (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (2.48%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، اما على للصادرات فإن النتائج كانت تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، وأثرت خدمة الدين الخارجي إيجابياً على الاحتياطيات الأجنبية فزيادتها (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (0.84%)، وكان أثر الاستثمار الأجنبي المباشر إيجابياً حيث ان زيادة (1%) سيؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية (0.97%) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

(5) كانت نسبة ملكية الأجانب في سوق عمان المالي مرتفعة مقارنة بالأسواق المالية المجاورة، وكانت أعلى نسبة وصلت إليها في عام 2012 حيث سجلت 51.7% من اجمالي القيمة السوقية، وسجلت بالمتوسط ما نسبته 41.4% من اجمالي القيمة السوقية خلال فترة الدراسة، وكانت نسبة المستثمرين الخليجيين في بورصة عمان هي الأعلى بين المستثمرين الأجانب.

## 2.5 التوصيات

بناءً على النتائج التي توصلت إليها الدراسة فإنها توصي بالآتي:

(1) في حال احتاجت الحكومة تعزيز الاحتياطات الأجنبية خلال المدى القصير فيمكن تشجيع الاستثمار غير المباشر عوضاً عن اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، والعمل على تسهيل عملية انتقال رؤوس الأموال إلى داخل الأردن.

(2) ان سياسة الانفتاح الاقتصادي المتعلقة ببورصة عمان وتشجيع الاستثمار الأجنبي بشكل مبالغ فيه أثبتت فشلها في تعزيز الاحتياطات الأجنبية، وتم التوصل إلى هذه النتيجة بسبب ما أظهرته نتائج هذه الدراسة لذلك على الحكومة الأردنية التخلي عن سياسة الانفتاح الاقتصادي وتشجيع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان لعدم جدواها في تعزيز الاحتياطات الأجنبية

(3) الحاجة إلى المزيد من الدراسات التي تتناول موضوع الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته للاقتصاد الأردني ودوره في تعزيز الاحتياطات الأجنبية.

(4) تطوير قاعدة البيانات لبورصة عمان والبنك المركزي الأردني التي يحتاجها الباحثون للوصول إلى نتائج أكثر دقة في هذا المجال.

## 3.5 المراجع

### المراجع العربية

- البرواري، شعبان (2005). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق، سوريا.
- البنك المركزي الأردني (2018). قاعدة البيانات الإحصائية. متوفر على الرابط الإلكتروني: <http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?lang=ar>.
- البطاينة، لؤي (2016). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة (1990-2014). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، الأردن.
- الجودة، هدى (2015). أثر الدين الخارجي على الاحتياطات الأجنبية في الأردن: دراسة قياسية (1980-2013). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- العلاونة، مصطفى (2015). تأثير التنمية البشرية على النمو الاقتصادي في الأردن. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- العزام، إبراهيم (2016). مساهمة السياحة في النمو الاقتصادي في الأردن: دراسة تطبيقية للفترة (1990-2014). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- العمرى، روان (2017). أثر أداء بورصة عمان على النمو الاقتصادي في الأردن دراسة قياسية: (1978-2014). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- الزبيدي، عباس (2015). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لسوق عمان المالي. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- الزبون، عثمان (1997). محددات الطلب على الاحتياطات الدولية في الأردن خلال الفترة 1975-1995. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، الأردن.
- أسبر، هدى (2009). دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. مجلة جامعة تشرين للبحوث العلمية، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، 1(31)، 185-203.



بورصة عمان (2018). أهم البيانات المالية. متوفر على الرابط الإلكتروني. <https://www.ase.com.jo/ar>.

بورصة عمان (2018). عن البورصة. متوفر على الرابط الإلكتروني. <https://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>.

حتر، ميسون (1991). الاحتياطات الدولية للأردن: دراسة تحليلية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

حسين، عبد الرزاق وكاظم، عامر (2012). قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية (الهند حالة الدراسة). مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية. (1): 119-112.

عيسوي، حنان (2016). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوف العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القادسية، العراق.

سليمان، هبة (2017). أثر التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطات الأجنبية في الأردن: دراسة قياسية (1980-2015). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

صبح، محمد (2000). التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية. الطبعة الثالثة، القاهرة، مصر.

قطروز، وائل (2004). الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي: إيجابيات وسلبياته. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

مقابلة، سهيل (2013). كيف تستثمر بسوق الأسهم، الرأية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن

مواكني، سهيلة (2014). محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة من (1990-2011). جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر.

مصطفى، سميرة (2017). الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي. مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة صلاح الدين، العراق. 4(15): 524-551.

وزارة المالية الأردنية: مديرية الدين العام (2018). التقرير السنوي لعام 2017. متوفر على الرابط  
<http://www.mof.gov.jo/ar>

### المراجع الأجنبية

Akinwunmi, A. and Adekoya, R. (2016). External Reserves Management and Its Effect on Economic Growth of Nigeria. International Journal of Business and Finance Management Research, 4(1): 36-46.

Akpan, A. (2016). Foreign Reserves Accumulation and Macroeconomic Environment: The Nigerian Experience (2004-2014). International Journal of Economics and Finance Studies, 8(1): 26-48.

Al-Basheer, A. (2014). The Impact of Monetary Policy on Foreign Reserves: Econometric Evidence (1980-2012). Unpublished Master thesis, Yarmouk University, Irbid, Jordan.

Chowdhury, N., Uddin, M., and Islam, M. (2014). An econometric analysis of the determinants of foreign exchange reserves in Bangladesh. Journal of world economic research, 3(6), 72-82.

Dash A., Shylajan C., Dutta S. (2017). An Empirical Analysis of Macroeconomic Variables Affecting Foreign Exchange Reserves Accumulation in India. Journal of Applied Business and Economics, 19(7), 69-80.

Eliza N., Azali M., Law S., and Lee C., (2008). Demand For International Reserves in ASEAN-5 Economics. University Putra Malaysia, Available [On-line]: <http://mpr.aub.uni-muenchen.de/11735/>.

Emmanuel, C. (2013). Foreign Exchange Reserves (fer) Accumulation and Macro-Economic Stability: The Nigerian Experience. International Journal of Business and Management Invention, 2(9), 150-157.

Gujarati, D. (2004). Basic Econometrics. Fourth Edition, McGraw Hill, Boston.

International Monetary Fund (2009). Balance of payment and international investment position manual. 6<sup>th</sup> edition (BPM6).

Kashif, M., Saidharan, P., and Thiyagarajan, S. (2017). Impact of economic growth on international reserve hol/dings in Brazil. Brazilian Journal of Political Economy. 3(148), 605-614.

Malik, S. (2013). Role of foreign private investment and remittance in stock market development: study of South Asia. Available [On-line] <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/54530/> .

Olokoyo, E., Felicia O., Osabuohien O. and Salami, A. (2009). Econometric Analysis of Foreign Reserves and Some Macroeconomic Variables in Nigeria (1970–2007). African Development Review, 3(21), 454-475.

Pesaran, M., Shin, Y., and Shin, R. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. Journal of Applied Econometrics, 16: 289-326.

Sultan, Z. (2011). Foreign Exchange Reserve and India's Impact Demand: A Cointegration and Vector Error Correction Analysis. International Journal of Business and Management. 7(6), 69-76.

Thankgod, A. and Michael, B. (2014). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria (1986-2011). International Journal of Business and Social Science, 11(1), 108-115.

Todaro, M., and Smith, S. (2015). Economic Development.12<sup>th</sup> edition, London: Pearson.

World Bank: World Bank Open Data (2018). Available [On-line] <https://data.worldbank.org/>.

## قائمة الملاحق

### الملحق (1)

#### بيانات الدراسة

السنة	الاحتياطيات الأجنبية	حوالات العاملين	الإيرادات السياحية	الصادرات	خدمة الدين الخارجي	الاستثمار الأجنبي المباشر	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
1995	0.343	0.169	0.098	0.213	0.090	0.002	0.228
1996	0.297	0.208	0.107	0.212	0.141	0.002	0.228
1997	0.336	0.201	0.107	0.208	0.119	0.050	0.266
1998	0.251	0.169	0.098	0.187	0.110	0.039	0.271
1999	0.340	0.179	0.098	0.182	0.067	0.019	0.288
2000	0.407	0.196	0.085	0.180	0.100	0.108	0.289
2001	0.354	0.202	0.078	0.213	0.096	0.030	0.250
2002	0.430	0.201	0.109	0.229	0.074	0.025	0.193
2003	0.526	0.194	0.104	0.232	0.125	0.054	0.240
2004	0.477	0.180	0.117	0.285	0.084	0.082	0.256
2005	0.434	0.173	0.114	0.288	0.070	0.158	0.392
2006	0.464	0.167	0.137	0.274	0.069	0.235	0.555
2007	0.463	0.175	0.135	0.262	0.066	0.153	1.075
2008	0.406	0.144	0.134	0.284	0.131	0.129	0.665
2009	0.509	0.131	0.122	0.212	0.030	0.101	0.845
2010	0.515	0.120	0.136	0.225	0.030	0.064	0.672
2011	0.419	0.105	0.119	0.235	0.033	0.051	0.564
2012	0.285	0.102	0.131	0.216	0.031	0.050	0.514
2013	0.411	0.098	0.123	0.201	0.028	0.058	0.403
2014	0.447	0.094	0.122	0.203	0.037	0.061	0.367
2015	0.441	0.091	0.108	0.180	0.057	0.043	0.339
2016	0.402	0.086	0.105	0.160	0.064	0.040	0.327
2017	0.431	0.083	0.116	0.158	0.042*	0.051	0.304

- تم احتساب جميع البيانات كنسبة من الناتج المحلي الاسمي

\* تم جمع بيانات خدمة الدين العام في عام 2017 من تقارير وزارة المالية على الموقع الالكتروني:

[http://www.mof.gov.jo/Portals/0/Mof\\_content/](http://www.mof.gov.jo/Portals/0/Mof_content/)