أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان

The Impact of Indirect Foreign Investment on the Stock Price Index in the Amman Stock Exchange

رزان محمد محمود العجلوني [1] ، أ.د أحمد إبراهيم ملاوي [2]

[1] باحثة اقتصادية (الأردن)، razan.alajlouni@yu.edu.jo

[2] كلية الأعمال، جامعة اليرموك (الأردن)، ahmad.malawi@yu.edu.jo

تاريخ الارسال: 2024/09/30 تاريخ القبول: 2025/01/19 تاريخ النشر: 2025/09/30

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان للفترة الزمنية (2002-2022) باستخدام بيانات سنوية. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على التحليل الوصفي والتحليل القياسي.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر موجب للاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأجلين الطويل والقصير على مؤشر أسعار الأسهم، إذ إن أي ارتفاع في الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.150%، كما يوجد أثر موجب لثقة المستثمر على مؤشر أسعار الأسهم في الأجلين الطويل والقصير، إذ إن أي ارتفاع في مؤشر ثقة المستثمر بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.404%، وهناك أثر موجب للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر أسعار الأسهم، إذ إن أي ارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.255%، بينما يوجد أثر سلبي لسعر الفائدة الحقيقي على مؤشر أسعار الأسهم في الأجل الطويل حيث أن أي ارتفاع في سعر الفائدة الحقيقي بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 0.027%، وعدم وجود أثر لسعر الفائدة الحقيقي على مؤشر أسعار الأسهم في الأجل القصير.

بناءً على النتائج، توصي الدراسة بضرورة تشجيع الحكومة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، من خلال تحسين البيئة الاستثمارية للمستثمرين، وتوفير الإفصاحات الكافية عن الشركات المدرجة في بورصة عمان والمؤشرات الاقتصادية واتجاهات السوق، والتي يمكن أن تغرس الثقة في المستثمرين الأجانب وتجذب المزيد من رؤوس الأموال، وبالتالي تعزيز التأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم. حيث بلغ حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن حوالي 356 مليون دينار أردني في عام 2002م، ارتفع الى حوالي 916 مليون دينار أردني عام 2022 بمعدل نمو سنوي قدره 4.83%. كما يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر ما نسبته 50% من اجمالي الاستثمار في بورصة عمان. وفي هذه الدراسة تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذو التوزيعات المتباطئة. كما أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة بإضافة مؤشر ثقة المستثمر كمتغير مستقل في نموذج الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مؤشر أسعار الأسهم، بورصة عمان.

تصنيفات jel: E0–E1

Abstract:

This study aims to measure the impact of indirect foreign investment on the stock price index in the Amman Stock Exchange for the period 2002-2022, using annual data. Descriptive analysis and Econometric analysis were performed. The results of the study showed that there is a positive effect of indirect foreign investment in the long and short term on the stock price index. The results indicated that an increase of 1% in the indirect foreign investment leads to a rise in the stock price index by 0.150%. The stock price index in the long and short term was also found to be affected positively by the investor confidence index, as any increase in the investor confidence index by 1% leads to an increase in the stock price index by 0.404%. The third factor found to have a positive effect on the

المؤلف المرسل: أحمد إبراهيم ملاوي ، **الإيميل:** ahmad.malawi@yahoo.com

stock price index was the GDP, where an increase of 1% in the GDP leads to an increase of 0.255% in the stock price index. The real interest rate shows a negative effect on the stock price index in the long term, as any increase in the real interest rate by one unit leads to a decrease in the stock price index of the Amman Stock Exchange by 0.027%. and there is no effect of the real interest rate on the stock price index in the short term. Based on these results, The study will recommends the government to encouraging the foreign indirect investment by improving the investment environment for investors and providing adequate disclosures on the companies listed on Amman Stock Exchange, economic indicators, and market trends, which can instill confidence in foreign investors and attract more capital, thus enhancing the positive impact of foreign indirect investment on Stock price index.
Keywords: Indirect Foreign Investment, Stock Price Index, Amman Stock Exchange.
JEL Classification Cods: E0–E1

المقدمة:

تلعب الأسواق المالية دورًا مهمًا في الاقتصاديات المحلية والدولية، فهي توفر الموارد المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، وهي بذلك تعد آلية لتحويل ونقل الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي؛ مما يساهم في ازدهار الاقتصاد. كما أنه في ظل العولمة المالية، لم تعد تقتصر الأموال المتاحة في الأسواق المالية على المستوى المحلي، بل تعدتها إلى جذب المستثمرين الأجانب في تلك الأسواق.

وتعاني أغلبية الدول النامية ومنها الأردن الكثير من المشكلات التي تؤثر في خطط تنميتها، وأهم هذه المشكلات هي عدم توفر رؤوس الأموال اللازمة لذلك، الأمر الذي يستلزم ضرورة توفر مصادر ملائمة لتمويل المشاريع التنموية في هذه الدول، من خلال مصادر أجنبية في ظل عدم كفاية مصادر التمويل المحلية وكذلك وجود فجوة بين الصادرات والمستوردات. من هنا بات من الواضح ضرورة اللجوء إلى مصادر أخرى أكثر أمناً، ومن أهم هذه المصادر هي الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر (عبدالعال، ٢٠١٣).

ويعد الاستثمار الأجنبي غير المباشر مصدرًا متزايد الأهمية لرأس المال للأسواق بما في ذلك الأردن. حيث يشمل هذا النوع من الاستثمار المستثمرين الأجانب الذين يستثمرون في الاسوق المحلية من خلال أدوات وسيطة؛ مثل الصناديق المشتركة أو الصناديق المتداولة في البورصة أو غيرها من خطط الاستثمار الجماعي، فالاستثمار الأجنبي غير المباشر له فوائد كبيرة للسوق المحلي، بما في ذلك زيادة السيولة وزيادة الاحتياطيات من العملات الاجنبية، وتحسين كفاءة السوق، وتعزيز فرص التنويع للمستثمرين المحليين.

وفي الأردن بلغ حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر حوالي 356 مليون دينار أردني في عام 2002م، ارتفع الى حوالي 916 مليون دينار أردني عام 2022 بمعدل نمو سنوي قدره 4.83%. كما يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر ما نسبته 50% من اجمالي الاستثمار في بورصة عمان.

وفي هذه الدراسة تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذو التوزيعات المتباطئة. كما أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة بإضافة مؤشر ثقة المستثمر كمتغير مستقل في نموذج الدراسة.

ويناقش هذا البحث مشكلة وهدف وفرضيات الدراسة، يليها الجانب النظري والدراسات السابقة، ثم نموذج الدراسة، يليها الاختبارات التشخيصية لنموذج الدراسة، ومن ثم الجانب التطبيقي للدراسة، وأخيرا النتائج والتوصيات.

مشكلة الدراسة:

تبرز مشكلة الدراسة في كون الأردن يعاني من ندرة الاحتياطات الأجنبية اللازمة لسد الفجوة في الميزان التجاري وتصحيح التشوهات في ميزان المدفوعات، ولذلك لابد من استقطاب الاستثمارات الأجنبية للمساهمة في إيجاد حل لهذه المشاكل. ويعد الاستثمار الأجنبي غير المباشر من أهم هذه الوسائل، مما يساهم في دفع عجلة النمو والتنمية الاقتصاديين للأمام. وفي الأردن يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر حوالي 50% من حجم التداول في بورصة عمان. ولذلك تحاول هذه الدراسة الإجابة على السؤال التالي: هل يؤثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان؟

هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى استقصاء تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان باستخدام بيانات سنوية.

فرضية الدراسة:

تركز هذه الدراسة على اختبار فرضية رئيسية واحدة وهي:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) خلال الفترة الزمنية (2002-2022).

الإطار النظري والدراسات السابقة:

يشير مفهوم الاستثمار الأجنبي إلى قيام الشركات أو المؤسسات بالاستثمار في مشاريع خارج حدود الدولة الأم؛ بهدف التأثير على عمليات تلك المشاريع. حيث يأخذ الاستثمار الأجنبي العديد من الأشكال كتملك أصول شركة قائمة، أو إنشاء مشروع جديد بالكامل أو الاستثمار في الأسواق المالية.

وينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين؛ هما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر كما يلي:

1) الاستثمار الأجنبي المباشر (Foreign Direct Investment)

يشير مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى قيام المستثمرين الأجانب سواء أكانوا طبيعيين أو معنويين باستثمار أموالهم داخل الدولة المضيفة. وعادةً ما يفضل المستثمرون الأجانب هذا النوع من الاستثمار؛ لأنهم يستطيعون ممارسة حقهم في إدارة المشروع والإشراف عليه، وإدارة أعماله لضمان اهتمامهم به، بالإضافة إلى أن بعض البلدان تفضل هذا النوع من الاستثمارات؛ لأنها توفر التقنيات الحديثة، والخبرات التقنية، والمهارات التنظيمية (Alam, 2021).

2) الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Foreign Indirect Investment)

يعبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر عن شراء الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات وشهادات الإيداع المصرفية وسندات الدين العام والقيم المنقولة من قبل البنوك المحلية، بهدف ضمان عائد مالي دون فرض رقابة إدارية على الجهة محل الاستثمار، ودون تولي مهام إدارية داخل مجلس إدارة الشركات أو الجهة محل الاستثمار ودون التدخل في القرارات الإدارية.

وهناك العديد من أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر من أهمها: -

1) الأوراق المالية

الأوراق المالية هي السلع الأساسية المتداولة في الأسواق المالية، وتمثل هذه الأوراق المالية عقدًا يخوّل لأصحابها الحصول على جزء من عوائد أو جزء من أصول شركة أو مؤسسة، وعادة ما تمنح هذه الأوراق المالية نوعين من الحقوق. إذ تعتبر أيضاً من الأدوات الرئيسية للاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي يتم تداولها في الأسواق المالية المحلية والدولية، ويتم تصنيف الأوراق المالية بناءً على العديد من المعايير أهمها؛ عُمر الورقة المالية (طويلة الأجل أو قصيرة الأجل) أو بناءً على طبيعة الورقة المالية أداة ملكية أو أداة دين (أسهم أو سندات) (الجمل، 2012).

2) صناديق الاستثمار الدولية

صناديق الاستثمار الدولية هي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية خارج الدولة الأم، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من كبار المستثمرين وصغارهم واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية؛ بهدف تحقيق المنفعة للمؤسسة وللمستثمرين وللاقتصاد ككل. ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنويع في أسهم دولية، كما يتمتع هذا النوع من الاستثمارات بالعديد من الأشكال أهمها؛ صناديق الاستثمار المفتوحة، وصناديق الاستثمار المغلقة (محمد، 2017).

3) شهادات الإيداع الدولية

شهادات الإيداع الدولية هي شهادات يتم قيدها وتداولها في الأسواق المالية بالعملة الأجنبية، وتصدر هذه الشهادات مقابل أوراق مالية مقيدة في سوق الأوراق المالية الأجنبية خاضعة للرقابة من قِبل جهة رقابية. ويشار لهذه الشهادات أيضاً بأنها أصل مالي يصدر عن أحد البنوك، وتعطي لصاحبها الحق في ملكية غير مباشرة لعدد من أسهم إحدى الشركات الأجنبية التي تتمتع بمركز مالي قوي، وتتداول تلك الشهادات في السوق المنظم أو غير المنظم أو كما يسمى السوق الموازي، بينما يتم إيداع الأسهم لدى بنك مراسل في الدول الأجنبية التي تعمل بها الشركات (مشهور،2016).

4) السندات الدولية

السندات الدولية هي سندات تصدر في بلد ما لصالح المستثمرين (المقترضين) الأجانب، وتعتبر هذه السندات من أهم الاستثمارات طويلة الأجل، وتصدر هذه السندات بهدف الاقتراض من خارج حدود الدولة. ومن أهم مزايا السندات الدولية أن الفوائد عليها ثابتة ويعد هذا الشيء إيجابيًّا بالنسبة للمقترضين؛ إذ يمكنهم الحصول على مصادر التمويل بسعر فائدة ثابت، مما يجنبهم أخطار ارتفاع سعر الفائدة في الأسواق المالية، وتأخذ هذه السندات أكثر من شكل منها السند الأجنبي وسند اليورو (السند الأوروبي) (القاضي، 2014).

وهنالك مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية، فمثلا جاءت دراسة (العمري،2008) بهدف بيان مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء السوق المالي الأردني، وذلك خلال الفترة ما بين (1995-2004). وأظهرت نتائج هذه الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي

البسيط أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤثر ايجابياً على مؤشرات أداء بورصة عمان، إذ إنه كلما ازداد حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر فإن مؤشرات الأداء للسوق المالي تزداد بنسب متفاوتة، كذلك فإن حجم الاستثمار الأجنبي يؤثر إيجابيًا على حجم تداول الأسهم والسندات في بورصة عمان، كما أن حجم الاستثمار الأجنبي يؤثر إيجابيًا على القيمة السوقية للشركات الأردنية.

فيما جاءت دراسة (Soumare & Tchana, 2011) لقياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء أسواق المال الناشئة على عينة تشمل 29 دولة خلال الفترة الزمنية (1994-2006)، وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يساهم في ارتفاع فعالية الشركات المحلية المدرجة في البورصة وأن المخاطر السياسية والمالية للدولة لها دور كبير في استقطاب وطرد الاستثمار الأجنبي غير المباشر، إضافة إلى أن صافي التدفقات النقدية من المستثمرين الأجانب تتحرك في نفس اتجاه أداء سوق المال إيجابًا أو سلبًا، وإن سوق المال في أدائه هو تابع لحركة الأموال الأجنبية.

كما جاءت دراسة (الكامل،2014) بهدف بيان أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على الأوراق المالية المتداولة في البورصة المصرية خلال الفترة الزمنية (1998-2010)، وأظهرت نتائج هذه الدراسة وجود أثر ايجابي لعمليات الشراء التي تمت بالبورصة من قبل المستثمر الأجنبي، وخاصة فيما يتعلق بزيادة العوائد المحققة لمؤشر السوق وسيولة السوق، كما يوجد بعض الآثار السلبية التي تتعلق في معاملات المستثمر الأجنبي خصوصًا في اتجاههم لبيع الأسهم؛ مما ساهم في ارتفاع حدة تقلبات البورصة المصرية

كما جاءت دراسة (حركاتي وشناقه،2021) بهدف استقصاء أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان المتمثل بالرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية، حيث استخدمت نموذج الانحدار كطريقة قياسية لقياس هذا الأثر. وأظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي ذي دلالة احصائية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على مؤشر أداء بورصة عمان في الأجل الطويل، ووجود أثر إيجابي في الأجل القصير كذلك، في حين كان أثر صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) على مؤشر أداء البورصة غير معنوي.

أما دراسة (صادق وآخرون، 2021) فقد هدفت إلى معرفة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على إجمالي قيمة حجم التداول بالبورصة المصرية خلال الفترة (2013-2020)، باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد، ووجدت الدراسة وجود أثر معنوي ذي دلالة إحصائية لتعاملات المستثمرين العرب والأجانب الأفراد والمؤسسات على كل من قيمة التداول وحجم التداول في السوق.

كما هدفت دراسة (Hasan and Al-Jubouri,2022) إلى قياس مستوى تأثير نسبة التجارة والملكية الأجنبية على القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات محل البحث. ومثل مجتمع الدراسة سوق العراق للأوراق المالية، وتم اختيار عينة الدراسة التي بطريقة مقصودة ومشروطة شملت (13) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية (2014-2020). كما اعتمد الباحثان على التحليل المالي والأساليب الإحصائية. وتمثلت أساليب التحليل المالي في تحليل أحجام التداول والملكية والقيمة السوقية للسهم وربحية السهم ومعدل العائد المطلوب والقيمة الحقيقية للسهم، بينما تمثل الأساليب الإحصائية المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف والنسبة المئوية للتغيير، وكذلك طرق الإحصاء الاستدلالي التي

يمثلها الانحدار الخطي. وتوصل الباحثان إلى عدة نتائج أبرزها وجود تأثير معنوي للتداول الأجنبي على القيمة السوقية لأسهم الشركة، وعدم وجود تأثير كبير للتداول والملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية لأسهم شركات عينة البحث.

نموذج الدراسة:

استنادًا إلى النظرية الاقتصادية ومن خلال الاعتماد إلى الدراسات السابقة كدراسة (Abu Shanab,2018)، ودراسة (العمري، 2008)، ودراسة (Malawi & Khasawneh, 2024) ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم البحث في أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء بورصة عمان من خلال النموذج الآتي:

SP = f(FII, r, IC, GDP)

SP: مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان كمتغير تابع تم الحصول عليه من موقع بورصة عمان.

FII: الاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغير مستقل وتم الحصول عليه من خلال ضرب نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية لبورصة عمان بحجم التداول في بورصة عمان.

IC: مؤشر ثقة المستثمر في الأردن كمتغير مستقل وتم الحصول عليه من منتدى الاستراتيجيات الأردني.

r: سعر الفائدة الحقيقي كمتغير مستقل وتم الحصول عليه من موقع بورصة عمان.

GDP: الناتج المحلي الإجمالي الأردني كمتغير مستقل وتم الحصول عليه من موقع بورصة عمان.

من خلال النموذج السابق ستتكون المعادلة الخطية التالية:

$$= \alpha + \beta_1 FII_t + \beta_2 r_t + \beta_3 IC_t + \beta_4 GDP_t + \mu SP_t$$

حيث α: الحد الثابت.

μ: الخطأ العشوائي.

t: الزمن.

وبالنسبة لإشارات $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ من المتوقع أن تكون كالآتي:

$\beta_1 > 0$ حيث إن زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤدي إلى زيادة عمليات التداول، وبالتالي ينعكس إيجابًا على مؤشر أسعار الأسهم.

$\beta_2 < 0$ حيث إن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم؛ بسبب وجود علاقة عكسية بينهما.

$\beta_3 > 0$ إذ إن الاستثمار يرتبط بحرية تداول المعلومات، ومصداقيتها، ودقتها وشفافيتها، فكلّما كانت بيئة الاستثمار شفافة وواضحة وتوافرت المعلومات حول الأسواق كلّما زادت ثقة المستثمرين في استثمار أموالهم، وبالتالي زاد الاستثمار مما ينعكس إيجابًا على أسعار الأسهم.

$\beta_4 > 0$ حيث إن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يزيد الطلب على الأسهم؛ مما يرفع من أسعارها.

وبالشكل شبه اللوغاريتمي يصبح النموذج القياسي الذي تم تقديره:

$$LOG(SP_t) = \alpha + \beta_1 LOG(FII_t) + \beta_2 r_t + \beta_3 LOG(IC_t) + \beta_4 LOG(GDP_t) + \mu_t$$

الاحصاء الوصفي لمتغيرات نموذج الدراسة

يستعرض الجدول 1 مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتي تهدف الى وصف متغيرات الدراسة، حيث كانت النتائج كما يلي:

جدول (1) الاحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج القياسي

	SP	FII	r	IC	GDP
Mean	4390.286141	2597087334	4.232800006	102.3079873	24549440080
Median	4433.370238	1407502200	5.587309489	92.94333333	25540093534
Maximum	8541.154907	9996456000	9.169881009	181.2	31032100000
Minimum	175.6840163	356325000	-11.80766191	78.84876014	14730535126
Std. Dev.	1937.589999	27.16711235	4.447447668	27.79479965	5206741000
Skewness	-0.319791976	1.475855565	-2.438729907	1.978283152	-0.571678677
Kurtosis	3.754455934	3.96365363	9.265031118	5.914762265	2.069744076

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

يظهر الجدول 1 بان الوسط الحسابي للمتغير التابع مؤشر اسعار الأسهم في بورصة عمان قد بلغ (4390.286141)، وقد انحرفت قيمه عن الوسط الحسابي بمقدار (1937.5899). اما وسيط قيم مؤشر اسعار الأسهم في بورصة عمان فقد بلغت (4433.370238)، كما تراوحت قيم مؤشر اسعار الأسهم في بورصة عمان ما بين (175.68 الى 8541.154). وقد انحرف منحنى البيانات بمقدار (0.319791976-)، وقد بلغت قيمة التفرطح (3.754455934).

كما ان الوسط الحسابي للمتغير المستقل الاول الاستثمار الأجنبي غير المباشر قد بلغ (2597087334)، وقد انحرفت قيمه عن الوسط الحسابي بمقدار (27.16711235). اما وسيط قيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر فقد بلغ (1407502200)، كما تراوحت قيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر ما بين (356325000 الى 9996456000). وقد انحرف منحنى البيانات بمقدار (1.475855565)، وقد بلغت قيمة التفرطح (3.96365363).

كما ان الوسط الحسابي للمتغير المستقل الثاني سعر الفائدة الحقيقي قد بلغ (4.2328)، وقد انحرفت قيمه عن الوسط الحسابي بمقدار (4.447). اما وسيط قيم سعر الفائدة الحقيقي فقد بلغ (5.587309489)، كما تراوحت قيم سعر الفائدة الحقيقي ما بين (11.807- الى 9.169). وقد انحرف منحنى البيانات بمقدار (2.438729907-)، وقد بلغت قيمة التفرطح (9.265031118).

وكذلك الوسط الحسابي للمتغير المستقل الثالث مؤشر ثقة المستثمر قد بلغ (102.3079873)، وقد انحرفت قيمه عن الوسط الحسابي بمقدار (27.7948). اما وسيط قيم مؤشر ثقة المستثمر فقد بلغ (92.94333333)، كما تراوحت قيم مؤشر ثقة المستثمر ما بين (78.8487 الى 181.2). وقد انحرف منحنى البيانات بمقدار (1.978283152)، وقد بلغت قيمة التفرطح (5.914762265).

كما ان الوسط الحسابي للمتغير المستقل الرابع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي قد بلغ (24549440080)، وقد انحرفت قيمه عن الوسط الحسابي بمقدار (5206741000). اما وسيط قيم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فقد بلغ (25540093534)، كما تراوحت قيم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ما بين (14730535126 الى 31032100000). وقد انحرف منحنى البيانات بمقدار (0.571678677-)، وقد بلغت قيمة التفرطح (2.069744076).

الجانب التطبيقي:

تم تطبيق مجموعة من الاختبارات القياسية على متغيرات ونموذج الدراسة، وفيما يلي النتائج التطبيقية لهذه الاختبارات: -

اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

إن أولى الخطوات التي يجب القيام بها قبل اختبار التكامل المشترك هو اختبار جذر الوحدة لمعرفة سكون المتغيرات، فإذا كانت ساكنة عند المستوى تكون المتغيرات متكاملة من الدرجة الصفرية (0) I، وإذا كانت ساكنة عند الفرق الأول تكون متكاملة من الدرجة الأولى (1) I . وللتأكد من سكون البيانات تم تطبيق اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، وكانت النتائج كما يلي:

جدول(2) نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)

المستوى				الفرق الأول			
المتغيرات	prop	5%	t-Statistic	prop	5%	t-Statistic	القرار
Log (SP)	0.5698	-3.7332	-1.97569	0.0001	-3.69081	-7.537640	I (1)
Log (FII)	0.1084	-3.6584	-3.22156	0.0193	-3.02996	-3.510421	I (1)
Log (IC)	0.9278	-3.6584	-0.95752	0.0026	-3.67361	-5.226500	I (1)
r	0.0115	-3.6584	-4.42320				I(0)
Log (GDP)	0.9650	-3.6736	-0.61989	0.0108	-3.67361	-4.491871	I(1)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

يبين الجدول رقم 2 نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) حيث تم استخدام القاطع والاتجاه (With Trend &Intercept)، وأشار الاختبار إلى أن القيمة المحسوبة لـ (t-Statistic) (بالقيمة المطلقة) لمتغير سعر الفائدة الحقيقي (r) أنها أكبر من القيم المطلقة الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أن متغير سعر الفائدة الحقيقي ساكنا عند المستوى، بينما القيمة المحسوبة لـ (t-Statistic) (بالقيمة المطلقة) للمتغيرات log(SP), log(GDP),log(IC),log(FII) كانت أقل من القيمة الحرجة (بالقيم المطلقة) عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أن المتغيرات غير ساكنة عند المستوى، ولكن بعد أخذ الفرق الأول لها أصبحت القيمة المحسوبة لـ (t-Statistic) (بالقيمة المطلقة) أكبر من مطلق القيمة الجدولية، وبهذا تكون هذه المتغيرات متكاملة عند الفرق الأول I(1).

ولتعزيز مصداقية النتائج تم اللجوء إلى اختبار فيليبس- بيرون كاختبار آخر لجذر الوحدة، فكانت النتائج كما هي مبينة في الجدول 3 التالي:

جدول (3) نتائج اختبار فيليبس-بيرون الموسع (PP)

المستوى				الفرق الأول			
المتغيرات	prop	5%	t-Statistic	prop	5%	t-Statistic	I
Log(SP)	0.0000	-3.6584	-8.3463	-	-	-	I (0)
Log(FII)	0.1064	-3.6584	-3.2322	0.0286	-3.6736	-3.9764	I (1)
Log(IC)	0.9438	-3.6584	-0.8401	0.0027	-3.6736	-5.2216	I (1)
r	0.0117	-3.6584	-4.4182	-	-	-	I(0)
Log(GDP)	0.9887	-3.6584	-0.1770	0.0108	-3.6736	-4.4918	I(1)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews) .

تشير نتائج اختبار فيليبس-بيرون المبينة في الجدول 3 تشير إلى أن كلاً من متغير مؤشر أسعار الأسهم LOG(SP) ومتغير سعر الفائدة الحقيقي r ساكنان عند مستوى معنوية 5%، أما المتغيرات الاستثمار الأجنبي غير المباشر LOG(FII)، ومؤشر ثقة المستثمر LOG(IC) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي LOG(GDP) أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول لها عند مستوى معنوية 5%.

نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Lag Length Selection)

إن أهم الاختبارات التي يجب إجراؤها هو اختبار العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني، حيث يوضح الجدول 4 أن عدد فترات التباطؤ الزمني الأمثل بلغ فترتين، وتم اعتماد هذا العدد من الفترات في الاختبارات القياسية.

حيث تم استخدام معايير LR و FPE و AIC و SC و HQ , حيث ان:

LR: sequential modified LR test statistic

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

الجدول 4 : نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ

$$LOG(SP_t) = f(LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t)$$

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
6.1681	6.37450	6.12610	0.00032	NA	-53.1975	0
-2.4229	-1.18405	-2.67527	5.30E-08	148.6278*	55.4151	1
-3.6824*	-1.41110*	-4.14500*	2.47e-08*	32.81122	94.37837	2

*: يشير إلى عدد فترات التباطؤ المستخدمة في النموذج

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

يتبين من اختبار سكون السلاسل الزمنية أن المتغيرات لم تكن جميعها ساكنة عند المستوى، ولكنها كانت مزيجًا من المستوى والفرق الأول I (0) و I(1)، وهناك إمكانية وجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة. ولمعرفة وجود التكامل المشترك من عدمه تم استخدام اختبار الحدود. وبعد إجراء اختبار الحدود للتكامل المشترك كانت النتائج كما يظهر في الجدول (5)

جدول 5: نتائج اختبار الحدود (Bound test)

K=4	F- statistic	Decisions
$LOG(SP_t) = f(LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t)$	309.550	Co-integration
$LOG(GDP_t) = f(LOG(SP_t), LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t)$	241.600	Co-integration
$r_t = f(LOG(SP_t), LOG(FII_t), LOG(IC_t), LOG(GDP_{t)})$	104.340	Co-integration
$LOG(FII_t) = f(LOG(SP_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t)$	6.800	Co-integration
$LOG(IC_t) = f(LOG(SP_t), r_t, LOG(FII_t), LOG(GDP_t)$	1.720	No Co-integration
Significant level	Critical values bound*	
	Lower Critical Bounds(LCB) I(0)	Upper Critical Bounds(UCB) I(1)
10%	2.525	3.560
5%	3.058	4.223
1%	4.280	5.840

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

يتبين من الجدول 5 أن قيمة F-statist التي تم التوصل إليها من خلال اختبار Wald-test للنموذج القياسي للدراسة أكبر من قيمة الحد الأعلى الجدولية (UCB) التي اقترحها(Pesaran et al, 2001) ، والتي بلغت 4.22 عند مستوى معنوية 5%، 5.84 عند مستوى معنوية 1%، وهذا يدل على وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج القياسي المستخدم في الدراسة.

وبما أن جميع المتغيرات خليط من I (0) و I (1) ويوجد بينهما تكامل مشترك، فإنه يمكن استخدام طريقة ARDL لتقدير النموذج القياسي. وعند استخدامه كانت النتائج كما يلي:

تقدير المرونات في المدى الطويل:

تم تقدير مرونات المتغيرات في الأجل الطويل باستخدام نموذج (ARDL) التي يبينها الجدول 6 التالي:-

جدول 6: نتائج تقدير المرونات على المدى الطويل

Selected model: ARDL (2,2,0,2,1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(FII)	0.150	0.051	2.964	0.010
r	-0.027	0.014	2.007	0.045
LOG(IC)	0.404	0.111	3.646	0.003
LOG(GDP)	0.255	0.091	2.810	0.014
α	-3.175	2.774	-1.144	0.272
R-squared	0.991	Mean dependent var	8.446	
Adjusted R-squared	0.977	S.D. dependent var	0.273	
S.E. of regression	0.041	Akaike info criterion	-3.248	
Sum squared residual	0.012	Schwarz criterion	-2.652	
Log likelihood	42.862	Hannan-Quinn criterion	-3.148	
F-statistic	69.303	Durbin-Watson stat	2.045	
Prob(F-statistic)	0.0000			

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

يتضح من الجدول 6 أن النموذج الأمثل الذي تم اختياره وهو ARDL(2,2,2,0,1) ومنه يمكن كتابة العلاقة التوازنية طويلة الأجل كما يلي:

$$LOG(SP) = -3.175 + 0.15 * \mathrm{LOG(FII)} - 0.027 * \mathrm{r} + 0.404 * \mathrm{LOG(IC)} + 0.255 * \mathrm{LOG(GDP)}$$

يتبين من خلال نتائج الجدول 6 أن القيمة الاحتمالية F-statistic قد بلغت (0.0000) وهي مقبولة إحصائيًا وتدل على أن النموذج صالح لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، كما أن معامل التحديد (R^2) بلغ 99.1%، وهذا

يعني أن 99.1% من التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات في مؤشر أسعار الأسهم، كما تشير النتائج أن جميع متغيرات الدراسة المستقلة مقبولة إحصائيًا عند مستوى معنوية 1% باستثناء متغير سعر الفائدة الحقيقي مقبول عند 5%.

وكما يشير الجدول فإن معامل الاستثمار الأجنبي غير المباشر كان موجباً ومقبولاً إحصائيًا، وهذا يعني أنه بزيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بمقدار 1% يؤدي إلى ازدياد مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 0.15%. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنه عند دخول المستثمرين الأجانب سوق الأوراق المالية فإنهم يزيدون الطلب الإجمالي على الأسهم؛ مما يساهم في ارتفاع أسعار الأسهم. كما أن زيادة الاستثمار الأجنبي يمكن أن يعزز سيولة السوق، فمع تدفق المزيد من رأس المال الأجنبي إلى السوق يزداد حجم التداول وتعمل هذه السيولة على تسهيل شراء الأسهم وبيعها للمستثمرين المحليين والأجانب حيث يؤدي ذلك أيضًا إلى ارتفاع أسعار الأسهم واستقرارها، وتوافقت هذه النتائج مع نتائج دراسة (العمري، 2008)، بينما اختلفت مع دراسة (حركاتي وشناقه، 2021).

وأما معامل سعر الفائدة الحقيقي فكان سالباً ومقبولاً إحصائيًا، وهذا يعني أن الزيادة بمقدار وحدة واحدة في سعر الفائدة الحقيقي تودي إلى انخفاض مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 0.027%؛ وتعزى هذه النتيجة إلى أنه عندما يكون سعر الفائدة الحقيقي مرتفعًا تصبح تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الأصول كحسابات الادخار أو السندات الخالية من المخاطر أكثر جاذبية مقارنة بالاستثمار في الأسهم، كما أن أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة تؤدي إلى زيادة تكاليف الاقتراض للشركات، وينتج منه انخفاض الربحية وانخفاض أسعار الأسهم.

وأما معامل مؤشر ثقة المستثمر في الأردن فقد كان موجباً ومقبولاً إحصائيًا؛ أي أنه بزيادة مؤشر ثقة المستثمر في الأردن بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بمقدار 0.404%، وتعزى هذه النتيجة إلى أن مؤشر ثقة المستثمرين المرتفع يشير إلى تفاؤل المستثمرين بشأن الأداء المستقبلي للاقتصاد والأسواق المالية، وينجم عن هذا التفاؤل رغبة أكبر في المخاطرة بما في ذلك الاستثمار في الأسهم؛ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم والمساهمة في ارتفاع أسعار الأسهم.

وأما معامل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فقد كان موجباً ومقبولاً إحصائيًا عند مستوى معنوية 1%، وهذا يعني أن الزيادة بنسبة 1% في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يساهم في زيادة مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 0.255%، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن نمو الناتج المحلي الإجمالي يقلل من التشاؤم نحو الاستثمار؛ وذلك لأن المستثمرين الدوليين يدركون إمكانيات الاقتصاد المتنامي، فقد يزيدون من مشاركتهم في بورصة عمان، كما أن للسياسات والإصلاحات والاستثمارات دورًا في خلق بيئة جيدة للشركات، ومع تقوية الاقتصاد تصبح الشركات أكثر قدرة على المنافسة، وجذب اهتمام المستثمرين؛ مما يساهم في نمو مؤشر الأسهم على المدى الطويل، وتوافقت هذه النتائج مع دراسة (القرعان، 2020).

تقدير المرونات في المدى القصير:

يبين الجدول 7 نتائج تقدير المرونات على المدى القصير للمتغيرات المستقلة، حيث يعد معامل تصحيح الخطأ COINTEQ (-1) أهم معامل من معاملات المدى القصير في نتائج نموذج ARDL.

جدول 7 : نتائج تقدير المرونات على المدى القصير

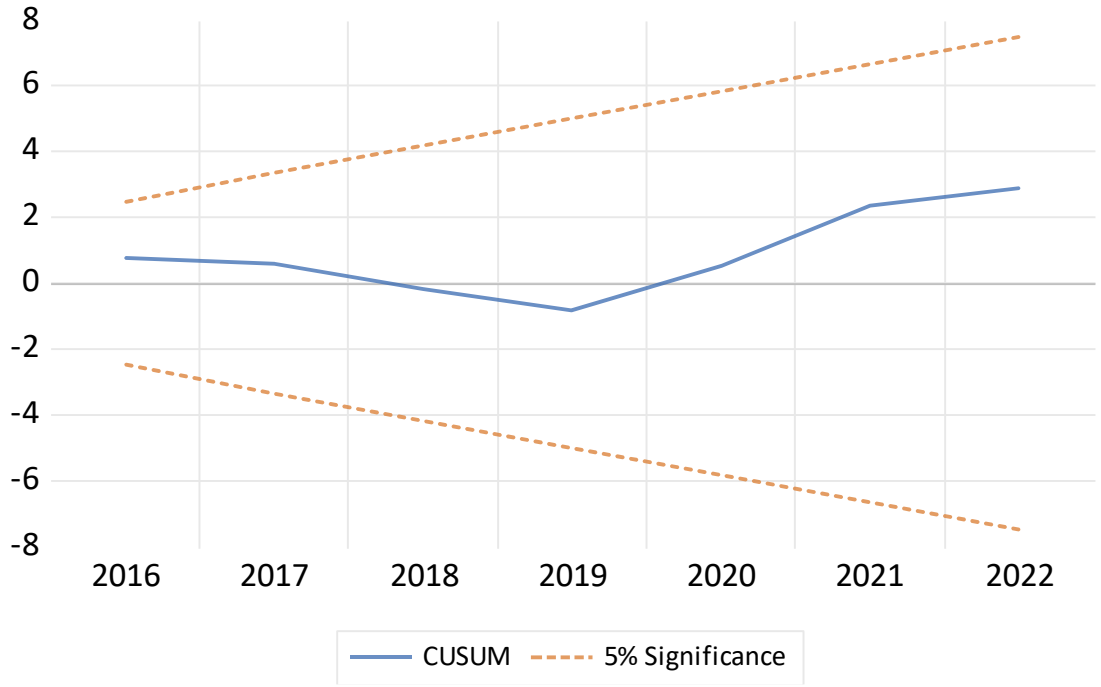
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ (-1)	-0.9394	0.0148	-63.3810	0.0000
DLOG (SP (-1))	0.2063	0.0201	10.2567	0.0000
DLOG(FII)	0.0484	0.0212	2.2793	0.0417
DLOG (FII (-1))	-0.0534	0.0173	-3.0867	0.0094
DLOG (IC)	-0.1699	0.0568	-2.9895	0.0113
DLOG (IC (-1))	-0.2111	0.0596	-3.5432	0.0040
DLOG (GDP)	4.9583	0.0942	52.6158	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

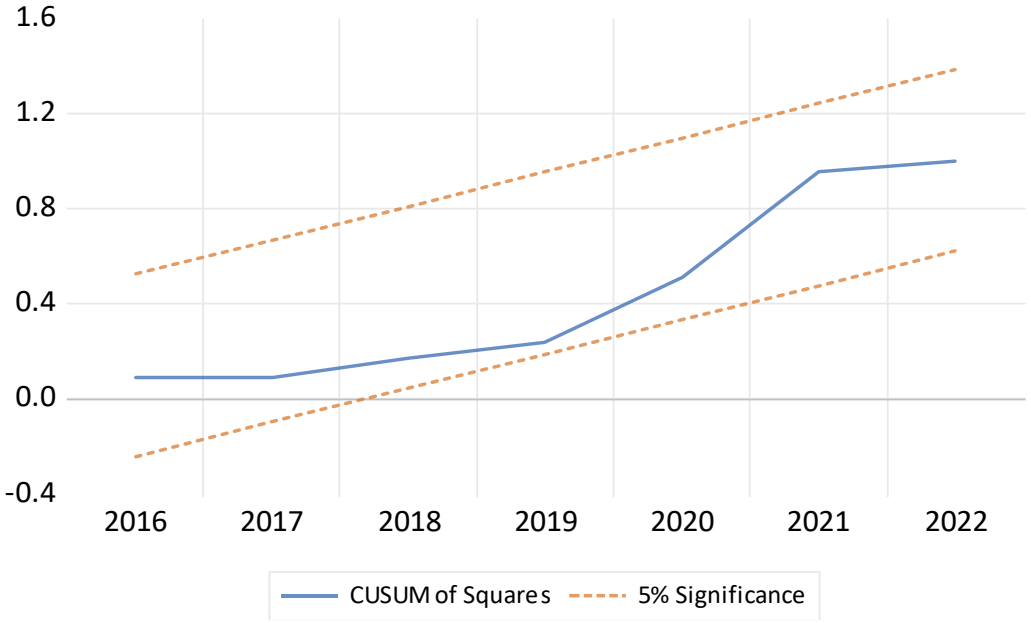
وتشير النتائج إلى أن قيمة معامل تصحيح الخطأ في النموذج القياسي كانت سالبة ومقبولة إحصائيًا عند مستوى معنوية 1% كما هو متوقع، حيث بلغت (-0.939)، وهذا يعني أن التوازن في المدى القصير يقترب من التوازن في المدى الطويل، كما تعبر القيمة المطلقة لمعامل حد تصحيح الخطأ عن نسبة الاختلال في التوازن في الفترة السابقة التي يتم تصحيحها في الفترة اللاحقة بعد حدوث صدمة تتعرض لها المتغيرات المستقلة، والتي تؤثر على المتغير التابع. حيث أشارت النتائج الى أن حوالي 94% من الاختلالات التي تحدث في الفترة السابقة للمتغيرات المستقلة والتي تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم، يتم تصحيحها خلال الفترة اللاحقة.

اختبار كوزوم للإستقرارية (Cusums of Squares):

يبين الشكلان 1 و 2 أن منحنى الأخطاء الذي يقع داخل المنطقة الحرجة كان على مستوى معنوية 5%، ومن هنا يمكن القول أن النموذج لا يحتوي على مشاكل هيكلية، وأن المقدرات مستقرة خلال الفترة الزمنية المستخدمة في الدراسة، وبالتالي لا يوجد داعٍ لتقسيم فترة الدراسة إلى فترات جزئية، بل يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية واحدة.



الشكل 1: نتائج اختبار كوزوم للاستقرارية



الشكل 2 : نتائج اختبار كوزوم للاستقرارية

الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests):

تم إجراء بعض الاختبارات التشخيصية للتأكد من جودة النموذج وعدم احتوائه على مشاكل قياسية في النموذج القياسي كما هو موضح في الجدول 8 التالي:-

جدول 8 : نتائج الاختبارات التشخيصية

$$LOG(SP_t) = f(LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t))$$

Equation	Test	Test Statistics	Prob.
$LOG(SP_t) = f(LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t))$	Serial Correlation LM Test	F-st =0.0285	Prob (2,5) =0.9720
$LOG(SP_t) = f(LOG(FII_t), r_t, LOG(IC_t), LOG(GDP_t))$	Heteroscedasticity Test	F-st =1.0756	Prob (11,7) =0.4790

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews)

بعد إجراء الاختبارات التشخيصية للنموذج القياسي المستخدم، أشارت النتائج الظاهرة في الجدول 8 إلى خلو النموذج من مشاكل الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية، حيث كانت القيمة الاحتمالية F- Statistic أكبر من 5%، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود ارتباط متسلسل بين الأخطاء العشوائية.

ويشير الجدول 8 من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار (Heteroscedasticity test) التي كانت أكبر من 5% إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن تباين حد الخطأ ثابت

النتائج والتوصيات:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان للفترة الزمنية (2002-2022). وقد استخدمت الدراسة المنهجين التحليل الوصفي والتحليل القياسي، وبناءً على استخدام نموذج ال ARDL تم الحصول على النتائج الاتية:

أولا/ النتائج :

1) أظهرت النتائج وجود أثر موجب ومقبول إحصائيًا للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان، حيث إن أي ارتفاع في الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.150%.
2) أظهرت النتائج وجود أثر موجب ومعنوي إحصائيًا لمؤشر ثقة المستثمر على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان، إذ إن أي ارتفاع في مؤشر ثقة المستثمر بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.404%.
3) أظهرت النتائج وجود أثر موجب وإحصائي من الناتج المحلي الإجمالي الأردني على مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان، حيث إن أي ارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 0.255%.

4) أظهرت النتائج وجود أثر سالب ومعنوي إحصائيًا من سعر الفائدة الحقيقي على مؤشر أسعار الأسهم، حيث إن أي ارتفاع في سعر الفائدة الحقيقي بمقدار وحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 0.027%.

ثانيا/ التوصيات:

من خلال النتائج السابقة يمكن صياغة التوصيات كما يلي:

1) على الحكومة الاردنية تشجيع الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحسين البيئة الاستثمارية للمستثمرين، وتوفير الإفصاحات الكافية عن الشركات المدرجة في بورصة عمان والمؤشرات الاقتصادية واتجاهات السوق، والتي يمكن أن تغرس الثقة في المستثمرين الأجانب وتجذب المزيد من رؤوس الأموال، وبالتالي تؤدي إلى تعزيز التأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أسعار الأسهم.
2) على الحكومة الاردنية تبني سياسات تساعد في تجنب التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة التي قد تؤثر سلبًا على سوق الأسهم، وتزعزع ثقة المستثمرين.
3) على الحكومة الأردنية تعزيز الإطار التنظيمي لحماية حقوق المستثمرين وضمان ممارسات سوقية عادلة وشفافة، حيث يمكن لبيئة تنظيمية قوية أن تعزز ثقة المستثمر، وتجذب المزيد من المستثمرين الأجانب؛ مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأسهم وتحسين أداء البورصة.
4) على الحكومة الأردنية العمل على زيادة نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي يؤدي إلى رفع مستوى دخل الأفراد، وكسب ثقة المستثمرين من خلال تجهيز الموارد وتخصيصها على المستوى الوطني، وبالتالي زيادة مؤشر أسعار الأسهم في بورصة عمان.

المراجع العربية:

الجمل، حازم. (2012). ***المسؤولية الجنائية عن جرائم سوق رأس المال وأثرها في إتاحة فرص استثمار المدخرات***. ط1. المنصورة – مصر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع.

العمري، حسن. (2008). الاستثمار الأجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي دراسة تحليلية لسوق عمان المالي، ***مجلة النهضة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية***، جامعة القاهرة مج 9، ع2 ص 86.

القاضي، حسن محمد. (2014). ***الإدارة المالية العامة***. ط1. عمان – الأردن: الأكاديميون للنشر والتوزيع.

القرعان، طلال عبد الكريم. (2020). العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة 2008-2011 ***مجلة العلوم الإسلامية للدراسات الاقتصادية***، المجلد 28 العدد 3 الصفحات 46-65.

الكامل، ريم على محمد. (2014). "دور الاستثمارات الأجنبية في تنمية سوق رأس المال في مصر: دراسة مقارنة" أطروحة دكتوراه في الاقتصاد غير منشورة، كلية تجارة، جامعة عين شمس.

حركاتي، نبيل، وشناقه، جهرة. (2021). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان: دراسة تحليلية قياسية باستخدام نموذج" ARDL" للفترة 1996-2019. ***دراسات اقتصادية***، مج21، ع1، الصفحات 556-580.

صادق، أحمد فؤاد، عبد العال، محمود حامد، وصبح، محمود محمد عبد الهادي (2021). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على قيمة وحجم التداول بالبورصة المصرية. ***المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة***، ع4، الصفحات 79-104.

عبدالعال، علا عادل علي. (2013). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، **مجلة بحوث اقتصادية عربية**، كلية التجارة، جامعة دمياط، العددين 63 و64، الصفحات 73-94.

محمد، محمد عبدالله شاهين. (2017). ***تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية***. ط1. القاهرة – مصر: دار حميثرا للنشر والترجمة.

مشهور، دعاء عماد سيف النصر. (2016). ***المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية***. ط1. القاهرة – مصر: المركز القومي للإصدارات القانونية.

المراجع الأجنبية

. "Impact of Foreign Reserve in Economic Growth: An)2021(Alam, Janifar. Empirical Study on Bangladesh." ***European Journal of Business and Management*** 13(8): 100–109.

Hasan, B. S. ., & Al-Jubouri, A. T. M. (2022). Impact of Indirect Foreign Investment on the Market Value and the Real Value of Shares: An Analytical Study in the Iraqi Stock Exchange. ***Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences***, 18(59, 2), 381-400

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the

analysis of level relationships. ***Journal of applied econometrics***, *16*(3), 289-326.

Soumare, L. and Tchana, F.T.(2011). Causality between Foreign Direct Investment and Financial Market Development: Evidence from Emerging Market. ***MPRA paper*** NO31328.

Malawi, A & Khasawnehm L. (2024), The Impact of Knowledge on Economic Growth in the Arab World. Journal of Economic Integration, 12(3), September.