أثر ثقة المستثمر على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان

The Impact of Investor Confidence on Indirect Foreign Investment in Amman Stock Exchange

روان باسم محمد الشريده
جامعة اليرموك، الأردن
rawane.sheridah@yahoo.com

أحمد إبراهيم ملاوي *
جامعة اليرموك، الأردن
ahmad.malawi@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2024/06/17 **تاريخ القبول: 2025/05/17** **تاريخ النشر: 2025/06/30**

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر ثقة المستثمر الأردني على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (2000-2020)، ولتحقيق ذلك تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات التباطؤ الموزعة (ARDL).

أظهرت نتائج اختبار ARDL في المدى الطويل أن هنالك أثراً ايجابياً ذا دلالة إحصائية لثقة المستثمر، والعائد على السهم على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وأثراً سلبياً لمعدل الضريبة، وسعر الصرف الحقيقي على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وكما أوصت الدراسة بأهمية العمل على وضع بيئة استثمارية جاذبة من خلال تقديم التسهيلات الضريبية، والحوافز الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ثقة المستثمر، بورصة عمان.

تصنيف JEL : G15, G41, F21

---

* المؤلف المرسل

Abstract:

This study aimed to investigate the impact of Jordanian investor confidence on indirect foreign investment in the Amman Stock Exchange during the time period (2000-2020), and to achieve this, an autoregressive distributed lag period (ARDL) model was used**.**

The results of the ARDL test in the long term showed that there is a positive, statistically significant effect of investor confidence and return per share on indirect foreign investment, and a negative effect of the tax rate and the real exchange rate on indirect foreign investment. The study also recommended the importance of working to create an attractive investment environment. By providing tax facilities and economic incentives.

Keywords: Foreign Indirect Investment, Investor Confidence, Amman Stock Exchange.

JEL Classification Codes: G15, G41, F21

مقدمة:

نظراً للصعوبات التي تواجهها الدول النامية من إيجاد سيولة مالية لتمويل مشاريعها وتنشيط اقتصادها في ظل التطورات التقنية والعولمة الاقتصادية، اتجهت الدول للبحث عن بدائل تمويلية، وكان أحد أهم هذه الحلول هو الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، والمتمثلة في الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ويعد السوق المالي أداة مهمة لتعبئة مدخرات الأشخاص والمؤسسات وتوجيهها لدعم الوحدات الاقتصادية. ولهذا اتجهت الدول النامية بدورها إلى السوق المالي لتوفير الموارد المالية اللازمة لدعم المشاريع الاستثمارية، ما جعل للاستثمار الأجنبي غير المباشر دوراً بارزاً في دعم الاقتصاد المحلي وتعزيز التنمية الاقتصادية. كما أن قرار الاستثمار الأجنبي يتأثر بثقة المستثمرين، حيث تسعى الأسواق المالية بكوادرها إلى تحقيق الكفاءة التي تساهم في كسب ثقة المستثمرين وتحفيزهم لضخ أموالهم فيها. ومن الجدير بالذكر بأن قرارات الاستثمار عامةً لا تتسم بالعقلانية المطلقة وتتأثر بالعوامل النفسية والاقتصادية التي يتعرض لها المستثمر، حيث إن ارتفاع ثقة المستثمر بالسوق المالي تنعكس رغبته على التداول والمخاطرة بالعمليات الاستثمارية المتنوعة.

ونظراً لما شهدته الأردن من أهمية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على الأردن في التنمية المالية والاقتصادية، عملت على تأسيس سوق مالي خاص بها، وهو بورصة عمان كسوق منظم لتداول الأوراق المالية، ولسوق البورصة إجراءات فنية وقواعد قانونية تحكم أداءه. وقد أوضحت تقارير بورصة عمان بأن نسبة مساهمة المستثمرين غير الأردنيين في الشركات المدرجة في البورصة في نهاية شهر آذار 2023 كانت حوالي% 47.8 من إجمالي القيمة السوقية، وبنسبة% 36.7 للمؤسسات الاعتبارية الاستثمارية من شركات ومؤسسات وصناديق، حيث شكلت مساهمة العرب ما نسبته % 31.9، ومساهمة غير العرب% 15.9 من إجمالي القيمة السوقية للبورصة (بورصة عمان،2023).

أهمية وهدف الدراسة:

تُعد ثقة المستثمر إحدى أهم العوامل التي تساهم في نمو الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة أو تراجعها، لذا تكمن أهمية الدراسة في عدم توافر بحوث علمية عربية توضح أهمية أثر ثقة المستثمر على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وكما توضح العوامل التي تؤثر على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة. لذا هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر ثقة المستثمر كأحد أهم العوامل غير المالية، ذات التأثير الواضح على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في البورصة خلال الفترة الزمنية (2000-2020)، وخاصة أن الأردن بحاجة إلى العملات الأجنبية لتصحح الاختلالات في ميزان المدفوعات وتعزيز احتياطاته من العملات الأجنبية.

فرضيات الدراسة:

وفقاً لمشكلة وأهداف الدراسة، قامت الدراسة باختبار الفرضيات التالية :

الفرضية الرئيسة (H01):لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لثقة المستثمرين على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

HO2:لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدلات الضريبة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

HO3:لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعائد الأسهم على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

HO4:لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لسعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

أولا: الإطار النظري والدراسات السابقة:

يقصد بالاستثمار الأجنبي قرار المستثمر أياً كان فردا أو كيانا مؤسسيا متعلقا بشراء أصول في بلد أجنبي ما، يساهم في انتقال رأس المال من بلد لآخر، وقد يمنح هذا المستثمر جزءاً من التأثير في القرار الإداري حسب حصة الملكية. ويقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين: هما الاستثمار الأجنبي المباشر المتعلق بشراء المستثمر أصل مادي ملموس كالمصانع والمباني، والاستثمار الأجنبي غير المباشر وهو شراء الأوراق المالية في البورصة.(CFI,2022)

فالاستثمار الأجنبي غير المباشر هو استقطاب لرؤوس الأموال واستثمارها في الشركات المحلية من خلال امتلاك الأسهم والسندات دون أن يمتلك أدنى سلطة على المشروع الاستثماري، ويكون قصير الأجل مقارنة مع أنواع الاستثمار الأخرى (بوعيشة،2015)، وعادة ما يبحث المستثمرون الأجانب عن الاستثمار في المحفظة الأجنبية (Indirect Foreign Investment: IFI) في البلدان التي يوجد بها النظام العام أكثر تطوراً، من حيث سيادة القانون والحقوق السياسية للمواطنين، والتي تحفز المستثمرين على الاستثمار بها (Li and Filer ,2007).

وتظهر أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدول المضيفة والتي تنتج عن تدفق رؤوس الأموال إلى الدول المستضيفة، وأهم هذه المزايا هي:

1-يساهم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير كفاءة السوق من خلال استقطاب رؤوس الأموال والتي بدورها تزيد السيولة المالية المحلية، فيحفز ذلك شراء الأوراق المالية ويدعم أسواقها المحلية من خلال توسعتها وجعلها أكثر عمقاً .(Evans,2002)

2-للاستثمار الأجنبي غير المباشر تأثيرٌ كبيرٌ على الاقتصاد من خلال التدفقات النقدية للاستثمارات التي تأتي من الدول ذات الفائض المالي للدول النامية، والتي تساهم في دعم المدخرات المحلية وتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية، مما يساهم في تقليل فجوة

العملات الأجنبية للدول النامية مما يسهل عملية الاستيراد من السلع الرأسمالية (Pal,2006). وكما أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يعمل على تخفيض تكلفة المشروعات، والذي يعمل على تحفيز الأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمار، والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية من خلال الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية، وفي المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل من مستويات معيشة أعلى وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي (دانيالزوفانهوز،2010).

3-يُمكن الاستثمار الأجنبي غير المباشر من تحقيق الانضباط والخبرة في الأسواق المحلية، وذلك في جعلها أسواق واسعة ذات خيارات أكثر مما يشجع المستثمرين أصحاب الفوائض المالية الكبيرة لتخصيص وإنفاق حصص أكبر للعمل باستثمارات جديدة، ما يؤدي إلى زيادة المنافسة بين الشركات للحصول على التمويل، والذي بدوره يتطلب التحسين من جودة المعلومات سواء على الصعيد الكمي أم النوعي، ويشكل ضغطا من أجل الإفصاح عن المعلومات ما يعزز الشفافية، والذي يؤثر إيجاباً في القطاعات الاقتصادية الأخرى (Evans,2002) .

4-يؤثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية المحلية من خلال الزيادة في الطلب على العملة المحلية ما يرفع سعر صرفها (شكري وعوض،2004).

1. ثقة المستثمر

تعبر ثقة المستثمر عن موقف المستثمر اتجاه حدث أو معلومة معينة، سواء أكانت ورقة مالية أم سوقا ماليا، وتؤثر هذه الأحداث أو المعلومات بشكل ملحوظ على سلوك المستثمرين والتي بدورها تؤثر على حركة السوق وأسعاره (Prasad,2022). ويقصد بها أيضاً قياس المستويات الفعلية للمخاطر في المحافظ الاستثمارية، ويأخذ بعين الاعتبار حيازات المستثمرين المؤسسين، فكلما زادت رغبة المستثمرين بالاستثمار في محفظتهم أي زادت ثقتهم في الاقتصاد الوطني (Mitchell,2022)، أو شعور المستثمر بالإيجابية اتجاه كل من المخاطر والعائد المتوقع المرافق للأوراق المالية والصادرة من الشركات الأخرى، مما يشعر المستثمر بالأمان والراحة من الخسائر المحتملة من قبل المشاركين الآخرين في السوق (Jeremy,2017).

ومن أهم العناصر المهمة المحددة لثقة المستثمر هو حجم الوصول للتغذية الراجعة، ومدى الثقة بتلك البيانات التي يستطيع من خلالها المستثمر اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار (Griffin & Tversky ,1992).

ويعتبر منتدى الاستراتيجيات الأردني أن مؤشر ثقة المستثمر من أهم أدوات المراقبة لأثر التطورات الإقليمية والقرارات السياسية، والذي يعمل على تحسين جانب العرض للاقتصاد الأردني ويساهم في رفع مستويات الاستثمار مما ينعكس إيجابياً على المجتمع، ويوضح مدى تأثير الأحداث الداخلية والخارجية على مستوى الثقة للمستثمر (منتدى الاستراتيجيات الأردني،2023)، وتتأثر ثقة المستثمر بعدة عوامل منها:

العوامل النفسية: Psychological Factors : وتشمل التفاؤل، وسلوك القطيع، وتأثير التشاور مع الخبراء والوسطاء الماليين، والتحيز المعرفي من خلال بلورة الأحداث والأفكار للفرد حسب تجاربه وأفكاره ورغباته الخاصة.

العوامل الاقتصادية:Economic Factors : وتشمل الأداء العام للمنشأة، ومعلومات حركة الأسعار، والعزوف عن المخاطرة والربحية.

1.1 العوامل المؤثرة بثقة المستثمر

هناك بعض متغيرات السوق أو العوامل المؤثرة في ثقة المستثمر مثل:

1.1.1 **سلوك القطيع**: يطلق على مجموعة من الأفراد عندما يقومون بالتصرف بسلوك الجماعة التي ينتمون إليها، فهذا النوع يطبق في سوق الأسهم بحيث يقوم الأفراد او المؤسسات بشراء أو بيع الأسهم بطريقة غير عقلانية بالاعتماد على الجماعات الأخرى والعاطفة ويتم الدخول الى السوق والخروج حسب النظرة العامة لهم دون أي تخطيط أو أي اعتبار(Fromlet,2001).

2.1.1 .**عوامل المخاطرة والتكلفة**: حيث ينظر المستثمر الى عاملين مهمين لاتخاذ قراره هما المخاطرة والتكلفة، فيعتقد بأنه كلما زادت المخاطرة كان العائد مرتفعا، وإن ما يؤثر على المخاطرة في سوق الأوراق المالية يؤثر في ثقة المستثمر وقراره، وذلك من خلال اعتقاد المستثمرين بأن المخاطرة والعائد متناسبان طردياً بشكل مباشر (Haritha&Uchil,2016).

3.1.1 **العوامل الاقتصادية**: أحد أهم العوامل المؤثرة بثقة المستثمر عوامل الاقتصاد الكلي والتي تشمل عرض النقود، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وأسعار النفط الخام الدولي، والديون الخارجية (Jeyalakshmi&et al,2021)، وإن هذه المتغيرات الاقتصادية ليست بالمتغيرات الأهم، إلا أن معظم الأفراد ينظرون إليها على إنها ذات تأثير على ثقتهم، إما ايجاباً من خلال النمو الاقتصادي، فذلك من خلال ارتفاع أسعار الأسهم، مما يساهم في تحقيق الأرباح للشركات، فيصبح المستثمرون أكثر ثقة بشأن المستقبل فتزيد استثماراتهم، أم سلباً من خلال

الانكماش الاقتصادي فتنخفض أسعار الأسهم ليؤدي الى انخفاض ثقة المستثمر فتتقلص الاستثمارات (Haritha&Uchil,2016).

4.1.1 **عامل الأداء ومستوى الثقة للمستثمرين المؤسسين:** المستثمرون المؤسسون أصحاب الملاءة المالية والخبرة الطويلة في مجال التمويل، وهم من يمتلكون المعرفة المتخصصة والموارد اللازمة لتحليل مجريات السوق المالي واتخاذ القرارات اتجاه الفرص الاستثمارية، لذا يتطلع المستثمرون الأفراد على أدائهم، لما يتمتعون به من قوة بالسوق المالي والبحث عن الربح وسط التداولات المتعددة، باعتباره أحد أهم المتغيرات المؤثرة في ثقة المستثمرين (Bennet&et al,2012).

ولثقة المستثمر دور كبير في دعم كل من السوق المالي والاقتصاد المحلي، بحيث كلما زادت ثقة المستثمر تؤدي لزيادة استثمارات المستثمرين، وبدورها تدعم سوق الأوراق المالية، مما يؤدي لرفع إنتاجية السوق المالي ورفع نسبة العائد المالي على استثماراته.

2.1 أهمية ثقة المستثمر بالنسبة للمؤسسة

تعد ثقة المستثمرين ذات أهمية كبرى للمؤسسة لعدة أسباب منها (Samani,2023):

1.2.1 **الوصول لرأس المال:** تعد ثقة المستثمر عاملا مهما لجذب رأس المال لتمويل عمليات المنظمة ومبادرات النمو والمشاريع الاستراتيجية، فعندما يثق المستثمرون في مؤسسة ما ذلك يدفعهم لاستثمار أموالهم، إما من خلال استثمارات الأسهم أو تمويل الديون، مما يساهم بتوفير قاعدة مستثمرين قوية للمنظمة، وتوفر الدعم المالي لتمويل أنشطتها ومتابعة فرص التوسع.

2.2.1 **أداء سوق الأوراق المالية:** تؤثر ثقة المستثمر على أداء سوق الأسهم، حيث إن ثقة المستثمر الإيجابية تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم للشركات، مما يزيد من قيمتها السوقية وتقييمها الإجمالي، مما يدعم قدرة هذه الشركات على زيادة رأس المال الإضافي والقيام بالاستحواذ على جزء كبير من الأسهم، وذلك يساهم في منحها سلطة إدارية ومالية.

3.2.1 **الشركات والتحالفات التجارية:** فعندما تكون ثقة المستثمر إيجابية تعمل على دعم قدرة الشركة لإقامة شراكات وتحالفات مع شركات أخرى. وغالباً ما يأخذ الشركاء التجاريون أو الموردون أو الموزعون المحتملون في الاعتبار الاستقرار المالي للمؤسسة وآفاق النمو والسمعة قبل الدخول في علاقات تعاون استراتيجية، حيث تشير ثقة المستثمر القوية إلى موثوقية المؤسسة ومصداقيتها المالية وقدرتها على البقاء للمدى الطويل.

4.2.1 **الاستدامة على المدى الطويل:** تعد ثقة المستثمر أمرا حيويا لاستدامة الشركة على المدى الطويل، فتوفر قاعدة المستثمرين المستقرة والداعمة مصدراً موثوقاً لرأس المال، وتسمح للشركة بالتغلب

على الظروف الاقتصادية الصعبة، من خلال المحافظة على ثقة المستثمر، وهذا يسمح للشركة بتأمين الموارد اللازمة للاستثمار في البحث التطوير والابتكار والمبادرات الاستراتيجية التي تعزز النمو والقدرة التنافسية على المدى الطويل.

3.1 كيفية قياس ثقة المستثمر:

تقاس ثقة المستثمر من خلال ما يدعى مؤشر ثقة المستثمر. ففي نهج State Street بالولايات المتحدة يقاس بشكل مباشر وكمي من خلال تقييم التغيرات في حيازات المستثمرين من الأسهم، أي إنه كلما زادت رغبة المستثمرين بالاستثمار في محفظتهم زادت ثقتهم، وإن هذا المؤشر عالمي يتضمن نشاط 45 دولة (CME Group,2023). وأما في الأردن فإن مؤشر ثقة المستثمر يصدر بشكل شهري عن منتدى الاستراتيجيات الأردني ليقيس ثقة المستثمرين العاملين في المملكة من ثلاثة جوانب: الثقة في الدينار الأردني والنظام النقدي، الثقة في الاقتصاد الكلي، والثقة في بورصة عمان، وذلك من خلال مؤشرات فرعية تتغير شهرياً نتيجةً لقرارات المستثمرين. حيث يهدف إصدار هذا المؤشر إلى قياس أثر التغيرات في القرارات الاقتصادية والبيئة التشريعية الناظمة للأعمال والتطورات المحلية والإقليمية والعالمية على ثقة المستثمرين، وكانت أدنى قيمة لهذا المؤشر في الأردن بين 79.8 في عام 2007 وأعلاها وهي 174.4 في عام 2020 (منتدى الاستراتيجيات الأردني،2023)، فكلما زادت قيمة هذا المؤشر يعني زيادة ثقة المستثمر.

4.1 العلاقة بين ثقة المستثمر والاستثمار الأجنبي غير المباشر:

إن الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بثقة المستثمر، حيث إن ثقته تعمل على دعم هذه الاستثمارات من خلال زيادة شراء الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية. مما يدعم الاقتصاد المحلي ويُحفز الأسواق المالية، مما يؤدي إلى زيادة السيولة في الاقتصاد (Meerdink,2022). فعند حصول دولة ما على ثقة المستثمرين تزداد التدفقات النقدية الداخلة إلى الأسواق المحلية، فينتج عنها ردود فعل تساعد على التنبؤ بحركات الأسهم المستقبلية (Ling et al,2010). ويتضح أيضاً بأن متوسط العائد الحقيقي يؤثر في ثقة المستثمر، حيث يساهم بزيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالأوراق المالية، ويؤدي إلى صعود الأسعار، ويسمى السوق الصاعد، والذي يرتبط بالانتعاش الاقتصادي أو الازدهار الاقتصادي. وأما عند ارتفاع البطالة وحالة الركود فيؤدي إلى بيع الاستثمارات والأوراق المالية، وتكون حالة تشاؤمية، وتؤدي لهبوط الأسعار، فيعمل على إحباط ثقة المستثمرين التي تؤدي دوراً مهماً في تحفيز

الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظة الأجنبية). وفي مجال إدارة المخاطر، فإن هذه الثقة تعمل على تقليل تقلبات أسعار الأسهم على المدى القصير في السوق المالي (Lee et al,1991). وتعتبر ثقة المستثمر جزئية مهمة لقيام المستثمر باتخاذ القرار الصائب نحو شراء الأسهم والسندات المالية في سوق الأوراق المالية، وذلك يتضح من خلال إنفاق المزيد من الأموال لشراء الأوراق المالية التي بدورها تدعم النمو الاقتصادي فتزيد الإنتاجية، مما يزيد عوائد الاستثمارات ويرفع ثقة المستثمر ويؤدي إلى زيادة التمويل من المستثمرين الحاليين أو الجدد في المستقبل.

وقد جاءت نظرية Animal Spirits General Theory لكينز (Keynes,1936) ونظرية توقع كانيمان وتفيرسكي (Kahneman&Tversky,2013) لتوضح مدى تأثير ثقة المستثمر على العرض والطلب وعلى قيمة الأصول المالية، كما يحدد المستثمرون أوقات الدخول والمغادرة من السوق على أساس حالة الثقة التي توصلوا إليها وأساليب التداول لتعظيم الأرباح (Andleeb&Hassan,2023). وتعتمد ثقة المستثمرين على فهم السوق، لذا فإن ردود أفعالهم حول المشاريع الاستثمارية تختلف من مستثمر لآخر حسب درجة إدراكه ووعيه والمعرفة التي يكتسبها نحو هذا السوق، فيؤثر في قرار وثقة المستثمرين وخياراتهم الاستثمارية، وإن هذه الفروقات بثقة المستثمرين اتجاه الاستثمارات تدعى المحاسبة العقلية التي تشير إلى قرارات الأفراد حول القيمة المالية بالاعتماد على معايير ذاتية، وهذا يوضح الآلية التي يتخذ بها المستثمرون قراراتهم الاستثمارية التي تجعل نتائجها إما إيجابية أو سلبية بالاعتماد على سلوكه الاستثماري (Thaler,1999).

تعمل الشركات والمؤسسات على جذب المستثمرين، وذلك للحصول على التمويل المالي لشراء الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، والتي تأتي على شكل أسهم وسندات، كما يؤثر المستثمر الأجنبي على ثقة المستثمرين في السوق المحلي، والذي ينعكس على أسعار الأسهم وينتج عنه إما التفاؤل والاستثمار أو التشاؤم والابتعاد عن المخاطرة وفقاً لتلك الثقة (Talbi&Halima,2019). كما يوضح أيضاً أن التفاعلات الاجتماعية لها تأثير على ثقة المستثمرين ومشاعرهم وقراراتهم الاستثمارية (Browen&et al,2008)، وأن وسائل التواصل الاجتماعي أو شبكة الإنترنت بشكل عام تؤثر أيضاً في ثقة المستثمر وتجارته (Sabhawal&et al,2011)، وإن أهم ما يؤثر في قرار المستثمر المالي هي المواقف والأخبار الاقتصادية السيئة التي تعمل على انعدام الثقة تجاه الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، مما يؤدي إلى قيام المستثمرين بسحب أموالهم أو تحويلها الى أسواق مالية أكثر أماناً. كما إن التطورات التقنية التي أصبح العالم يشهدها من الوسائل المرئية

والمسموعة أصبحت تؤثر في سلوك المستثمرين، وذلك من خلال التغيرات في إنفاقهم اتجاه الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (Stout,2002).

ثانيا: الدراسات السابقة:

تناولت بعض الدراسات السابقة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبعض المتغيرات المالية والاقتصادية. فمثلاً جاءت دراسة (Bennet et al.,2012) بهدف تحليل ثقة المستثمر الفردي وتحليل العوامل الخاصة بالسوق لثقة المستثمرين في دولة غانا، حيث تؤثر ثقة المستثمر بالاستثمار نتيجة الشائعات، والحدس، وسلوك القطيع بين المستثمرين والتغطية الإعلامية، وكانت عينة الدراسة تتكون 100 مستثمر تجزئة موزعين على مراكز الاستثمار في غانا، وذلك للفترة ما بين تموز وأيلول من عام 2011، وكانت النتيجة أن ثقة المستثمر تنعكس على خيار الاستثمار إيجاباً في سوق الأوراق المالي.

وجاءت دراسة (Kumari&Mahakud,2015) بهدف البحث في كيفية تأثير ثقة المستثمرين على التنبؤ بتقلبات سوق الأسهم الهندية، باستخدامGARCH و باستخدام VAR-GARCH، وقد وضحت نتائج الدراسة تأثير ثقة المستثمر على تقلبات سوق الأسهم وانتشار العوائد، وأن العلاقة طردية بين ثقة المستثمرين وتقلبات السوق الهندي، وكما توصي الدراسة بتطوير مؤشر الثقة الإجمالي الهندي واسع النطاق.

وبحثت دراسة (Mathyela et al. ,2018) في أثر قيام دولة كينيا بإدخال ضريبة أرباح رأس المال في 2015 لزيادة الإيرادات الضريبية بنسبة 5%، مما أدى إلى قيام المستثمرين الأجانب باختيار أسواق مالية أخرى، حيث كان من نتائجها أن ضريبة الأرباح الرأسمالية كان لها تأثير معنوي سالب على استثمارات المحافظ الأجنبية مع انخفاض المشاركة الأجنبية، وأوصت الدراسة بأن تضع الحكومة سياسات ضريبية مواتية لجذب المستثمرين الأجانب.

كما هدفت دراسة (Aggarwal et al. ,2018) لتحليل مدى تأثير مشاعر المستثمرين الهنود على عوائد الأسهم لبورصة بومباي والبورصة الوطنية، وتم استخدام أسلوب استكشافي، وكان المؤشر الرئيسي مشاعر المستثمر في سوق الأسهم الهندي وذلك للفترة الواقعة ما بين 1996-2017، وبينت نتائجها أن هنالك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشر المشاعر وعوائد الأسهم.

وبحثت دراسة (Muguto et al. ,2019) فيما إذا كانت ثقة المستثمرين كافية لتفسير التدفقات المالية الأجنبية في جنوب إفريقيا، وذلك من خلال مشتريات أجنبية صافية من الأسهم

والسندات، وذلك باستخدام نماذج الانحدار الذاتي الموزع – الخطية وغير الخطية- لتحديد العلاقة بين ثقة المستثمرين والتدفقات المالية الأجنبية على المدى القصير والطويل، وذلك للفترة ما بين 1990-2018، وتبين منها بأن التدفقات المالية الأجنبية بجنوب إفريقيا تتأثر سلباً بثقة المستثمر.

وجاءت دراسة (Phuong,2020) لتوضيح مدى تأثير ثقة المستثمرين في العرض والطلب على الأسواق المالية، وذلك للفترة الزمنية من 2015-2020 في مدينة دولة فيتنام، ومن خلال تطبيق نموذج Fama-MacBeth وGeneral Least Squares ، وتم التوصل إلى أن هنالك أثرا كبيرا لثقة المستثمرين على عوائد الأسهم والسوق المالي.

وبحثت دراسة (Hajilee et al.,2022) في أهمية المعدلات الضريبية في تشجيع الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية التي تساهم في نهضة الاقتصاد المحلي، وقد كانت الدراسة للفترة ما بين 1980 الى 2018 في دولة الولايات المتحدة، وذلك باستخدام نماذج طويلة الأجل وقصيرة المدى، ونهج الاختبار نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ باستخدام نموذج ARDL الخطي، وبينت نتائج الدراسة أن التخفيض في الضريبة يؤثر إيجاباً على أداء سوق الأوراق المالية، لكن سوق الأوراق المالية يستغرق سنوات لدمج تأثير التخفيضات الضريبية.

جاءت دراسة (Line,2022) بهدف استقصاء العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والاستثمار الأجنبي غير المباشر في دولة فيتنام، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR)، واختبار سببية Granger ، للفترة الزمنية من 2005-2019، وبينت نتائجها بأن لم يكن هناك تأثيراً لسعر الصرف الحقيقي على الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية، فقد تبين عدم وجود أي دراسة تربط أو توضح مستوى العلاقة ما بين أثر ثقة المستثمر على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان على المستوى العربي أو المستوى الأجنبي. وأهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو أنها الدراسة الأولى من نوعها التي تناولت أثر ثقة المستثمر على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

ثالثا: نموذج القياسي ومتغيرات الدراسة:

وفقًا للنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة (Desai, 2011)، تم صياغة النموذج القياسي على الشكل التالي:

$$\mathbf{FII} = f\ (\mathbf{ICI}, \mathbf{TR}, \mathbf{EPS}, \mathbf{RER}) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots$$

حيث أن:

– الاستثمار الأجنبي غير المباشر Foreign Indirect Investment (**FII**): يشير إلى استثمار الأصول المالية في البلد المضيف، بما في ذلك الأسهم والسندات والصناديق المشتركة، من قبل المستثمرين الأجانب أو الشركات الأجنبية، ويمكن حساب الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال ضرب نسبة مساهمة غير الأردنيين في بورصة عمان بحجم التداول في بورصة عمان.

– مؤشر ثقة المستثمر Investor Confidence Index (**ICI**): تشير إلى مستوى الثقة والمصداقية الذي يتمتع به المستثمرون في سوق الأوراق المالية في الأردن. ويعكس مفهوم ثقة المستثمر في بورصة عمان إلى توقعات ومشاعر المستثمرين بشأن الأداء المالي والاقتصادي للشركات المدرجة والاستقرار العام للسوق. وتُقاس ثقة المستثمرين في الاقتصاد من عدة جوانب من أهمها أداء الشركات المدرجة والاستقرار العام للسوق والوضع الاقتصادي العام، بالإضافة إلى التوقعات المستقبلية للمستثمرين. وتم الحصول على البيانات من منتدى الاستراتيجيات الأردني، وبالاعتماد على دراسات سابقة، ومن المتوقع أن يكون أثر ثقة المستثمر إيجابيا على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان (Aggarwal et al., 2018).

– معدل الضريبة Tax Rate (**TR**): هو المعدل الذي تفرضه السلطات الحكومية على الدخل أو الثروة أو العقارات أو السلع والخدمات، يُستخدم هذا المعدل لحساب المبالغ المستحقة كضرائب على المدفوعات المالية المختلفة. يمكن حساب معدل الضريبة من خلال نسبة الإيرادات الضريبية إلى الناتج المحلي الإجمالي باتباع الصيغة التالية:

$$(TR) = \frac{Tax\ Revenue}{GDP} \times 100\% \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

ومن المتوقع أن يكون لمعدل الضريبة تأثيرٌ سلبيٌ على استثمارات المحفظة الأجنبية (Methyl et al., 2018).

– العائد على السهم Earnings Per Share (**EPS**): هو مؤشر مالي يستخدم في تحليل الأداء المالي لشركة مساهمة، يقيس العائد على السهم نسبة الأرباح التي تتوزع على كل سهم من أسهم الشركة، أي قسمة أرباح الشركة المتاحة للمساهمين على عدد الأسهم المصدرة، يمكن حساب العائد على الأسهم باتباع الصيغة التالية:

$$ESP = \frac{Net\ profit}{Share\ issued} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (3)$$

ومن المتوقع أن يكون للعائد على الأسهم تأثيرٌ إيجابيٌ على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فعندما يكون عائد السهم (EPS) عاليًا، يعني ذلك أن الشركة تحقق أرباحاً جيدة للمساهمين بالنسبة لكل سهم من أسهمها، هذا يشير إلى نجاح الشركة في تحقيق الربح وتحسين الأداء المالي، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين، وبالتالي يزيد الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Phuong, 2020).

– سعر الصرف الحقيقي (Real Exchange Rate: RER) هو مفهوم يستخدم في الاقتصاد لقياس القوة الشرائية الحقيقية للعملة الوطنية بالنسبة للعملات الأخرى. حيث يعكس سعر الصرف الحقيقي التوازن بين أسعار المنتجات المحلية والأجنبية، ويعتبر مؤشرًا لتبادل السلع بين الدول. والذي يقاس من خلال سعر الصرف الأسمى مقسوما على سعر الصرف الذي يسمح بتعادل القوة الشرائية (Hayes, 2021).

1. الاختبارات الأولية:

من أجل اختبار فرضيات الدراسة، تم القيام بمجموعة من الاختبارات الأولية لبيانات متغيرات الدراسة، وذلك بهدف الوصول إلى الطريقة المناسبة لتقدير النموذج القياسي، واشتملت هذه الاختبارات على ما يلي:

1.1 اختبار جذر الوحدة(Unit Root Test)

أصبح اختبار جذر الوحدة شائعا على نطاق واسع خلال الفترة الماضية الذي يركز على اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية، وذلك لاتصافها بعدم ثبات المتوسط والتباين بسبب نموها، وتغيرها عبر الزمن، لذا يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خصائص السلسلة الزمنية والتأكد من سكونها وتحديد درجة التكامل، وذلك تجنباً من الحصول على نتائج غير حقيقية وانحدار زائف لا يعكس الواقع الحقيقي للدراسة (حامد، 2018).

ويستند الاختبار إلى نموذج يُمثل السلسلة الزمنية بالمعادلة التالية:

$$Yt = \rho Yt-1 + \varepsilon t \quad (4) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad \text{where } -1 \leq \rho \leq 1$$

فإذا كانت قيمة معامل الارتباط (ρ)بالقيمة المطلقة أقل من الواحد، فيدل ذلك على عدم وجود مشكلة جذر الوحدة في السلسلة الزمنية أي إنها ساكنة، أما إذا كانت قيمة معامل الارتباط (ρ)بالقيمة المطلقة تساوي الواحد، فذلك يعني أن السلسلة الزمنية غير ساكنة وبالتالي توجد مشكلة

جذر الوحدة. ويتم الكشف عن ذلك من خلال اختبار السلسلة الزمنية فيما إذا كان هناك جذور للوحدة أم لا كالتالي- :

إذا كانت السلسلة الزمنية(Yt) ساكنة عند المستوى فإن

$Yt \sim I\ (0)$

أما إذا كانت السلسة الزمنية(Yt) غير ساكنة عند المستوى فإن

$Yt \sim I\ (d)$ where; $d > 0$

ومن أجل تحديد فيما إذا كانت السلسلة الزمنية ساكنة أم لا، يتم اللجوء الى استخدام الاختبارات التالية:

1. اختبار ديكي - فولر الموسع Augmented Dickey Fuller (ADF): هو أحد الاختبارات الأساسية التي تستخدم لاختبار وجود جذور الوحدة في السلاسل الزمنية، حيث يستخدم هذا الاختبار لتحديد ما إذا كانت السلسلة الزمنية ساكنة أم لا.

2. اختبار فيليبس بيرون Philips Perron (PP): في اختبار فيليبس بيرون، يتم باستخدام تقنيات إحصائية غير معلمية دون الحاجة إلى إضافة فترات الإبطاء الزمني (lags) للسلسلة الزمنية، هذا يجعله أكثر مرونة في بعض الحالات التي يكون فيها من الصعب تحديد العدد المناسب لفترات الإبطاء الزمني (Asterious et al.,2017).

2.1 اختبار تحديد عدد فترات الإبطاء الزمني (Lag Length Selection Test):

يتم إجراء اختبار تحديد عدد فترات الإبطاء الزمني لتجنب حدوث مشكلة الارتباط التسلسلي(Serial Correlation) Gujarati,2004)) ويتم إجراؤه بناءً على عدة معايير مثل:

(**AIC**): Akaike information criterion.

(**FPE**): Final prediction error.

(**SC**): Schwarz information criterion.

(**HQ**): Hannan-Quinn.

(**LR**): sequential modified LR test statistic (each test at 5% level).

3.1 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

في هذه الدراسة، يتم إجراء اختبار الحدود (Bounds test) نظرًا لمشكلة عدم اليقين التي تنشأ عادةً فيما يتعلق بخصائص السلاسل الزمنية وسكونها، فإن اختيار طريقة Pesaran باستخدام نهج الحدود هو الأفضل وفقًا لـ Pesaran ، واختيار الحدود في إطار عمل ARDL يمكن تطبيقه مهما كانت خصائص السلاسل الزمنية، إذا كانت مستقرة عند مستوياتها I(0)، أو متكاملة من الدرجة الأولى I(1)، أو خليط من الاثنين، حيث أن الشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية I(2) (Granger,1977).

هنا، يتم استخدام اختبار Wald-test من خلال مقارنة قيم F-Statistic الجدولية مع قيمةF-Statistic المحسوبة عند الحدود الحرجة الدنيا والعليا، إذا كانت قيمة F-Statistic المحسوبة أقل من الحدود الحرجة الدنيا، فهذا يشير إلى قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. أما إذا كانت القيم F-Statistic المحسوبة بين الحدود الدنيا والعليا، فإننا لا نستطيع الحكم على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ولكن إذا كانت القيمة المحسوبة F-Statistic أعلى من الحدود العليا الحرجة، فهذا يشير إلى قبول الفرضية البديلة بوجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة(Narayan,2004).

4.1 طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (Autoregressive Distributed (ARDL

هي طريقة تقدير تستخدم لتحليل العلاقة بين متغيرين أو أكثر عبر الزمن، وهي تعتمد على تحليل السلاسل الزمنية، يُستخدم هذا النموذج بشكل شائع في الاقتصاد والعلوم الاجتماعية لدراسة العلاقات الزمنية بين المتغيرات الاقتصادية. يتميز نموذج ARDL بأنه يمكن استخدامه لتحليل العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع حيث يمكن أن يكون هناك تأخير في التأثير بين المتغيرات، بمعنى آخر يمكن أن يكون هناك تأثير زمني مؤقت يتمثل في تأخير في استجابة المتغير التابع للتغيرات في المتغير المستقل(Pesaran et al. ,1999).

2. نتائج الاختبارات التشخيصية (الأولية)

ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة بالاختبارات التشخيصية (الأولية) لاختبار طريقة التقدير المناسبة، وتم استخدام نموذج Semi-log وذلك لوجود قيم سالبة بالمتغير العائد على الأسهم (EPS) ليصبح شكل النموذج كما يلي:

$$Log\ FII = f(Log\ ICI, Log\ TR, EPS, LogRER)$$

وبالصيغة الخطية شبه اللوغاريتمية يصبح نموذج القياسي:

$$Log\ FII\tau = \alpha 0 + \alpha 1 LogICI\tau + \alpha 2 LogTR\tau + \alpha 3 EPS\tau + \alpha 4 LogRER\tau + u\tau$$

حيث أن u تمثل الخطأ العشوائي.

1.2 نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test).

يُعد إجراء اختبار السكون *(Stationarity Test)* الخطوة الأولى التي يجب إجراؤها لاختبار طريقة التقدير المناسبة لنموذج الدراسة، حيث تم استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع *(ADF)* واختبار فيليبس- بيرون *(PP)* لاختبار سكون المتغيرات التي تم استخدامها في نموذج الدراسة، وتم اختبار متغيرات الدراسة عند المستوى والفرق الأول عند مستوى معنوية 5% ومقارنتها بقيم *(t)* المحسوبة حيث كانت نتائج ديكي- فولر الموسع كما هي مبينة في الجدول رقم (01).

جدول رقم (01) نتائج اختبار جذر الوحدة (*Augmented Dickey-Fuller*)

	Level			*First Difference*				
Variable	*Test statistic*	*%5 critical value*	*Prob.*	*Test statistic*	*%5 critical value*	*Prob.*	*Lag*	*I (1)*
Log FII	-2.60	-3.02	0.107	-5.56	-3.02	0.001	1	I (1)
Log ICI	-1.98	-3.02	0.577	-4.86	-3.02	0.001	1	I (1)
Log TR	-1.53	-3.02	0.480	-3.37	-3.02	0.025	1	I (1)
EPS	-2.10	-3.02	0.243	-3.76	-3.02	0.011	1	I (1)
Log RER	-1.02	-3.03	0.731	-3.62	-3.02	0.002	1	I (1)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية *E-Views12*

تشير نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (*ADF*) إلى أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة لم تكن ساكنة عند المستوى على مستوى 5% وذلك لأن قيم *(t)* المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة، وبعد أخذ الفرق الأول لهذه المتغيرات أصبحت سلاسلها الزمنية ساكنة عند مستوى معنوية 5 %، وبذلك يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة عند المستوى، وبالتالي فإن السلاسل الزمنية ساكنة عند الفرق الأول $I(1)$ على مستوى معنوية 5%. ولتأكيد نتائج اختبار ديكي- فولر بالشكل الموسع تم إجراء اختبار السكون باستخدام اختبار فيليبس- بيرون وكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (02) نتائج اختبار جذر الوحدة *(Phillips Perron)*

	Level				*First Difference*				
Variable	**Test statistic**	**%5 critical value**	**Prob.**		**Test statistic**	**%5 critical value**	**Prob.**	**Lag**	**I (1)**
Log FII	-1.739	3.02	0.397		-4.506	3.02	0.002	1	I (1)
Log ICI	-1.489	3.02	0.518		-5.701	3.02	0.001	1	I (1)
Log TR	-1.234	3.02	0.634		-3.315	3.02	0.028	1	I (1)
EPS	-2.105	3.02	0.244		-3.713	3.02	0.012	1	I (1)
Log RER	-1.049	3.02	0.714		-3.660	3.02	0.014	1	I (1)

المصدر: *من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية* E-Views12

يُلاحظ أن نتائج اختبار فيليبس – بيرون في الجدول (02) تدعم نتائج اختبار ديكي – فولر الموسع مما يزيد من مصداقية نتائج اختبار جذر الوحدة للسكون.

2.2 نتائج اختبار تحديد عدد فترات الإبطاء الزمني (***Lag Length Selection Test***).

عند إجراء الاختبارات المناسبة تبين أن العدد الأمثل لفترات الإبطاء الزمني هو (2) كما تظهر في جدول (3) التالي:

جدول رقم (0.3) نتائج اختبار عدد فترات الإبطاء الزمني (*Lag Length Selection Test*)

Lag	*LogL*	*LR*	*FPE*	*AIC*	*SC*	*HQ*
0	36.839	NA	2.41e-08	-3.351519	-3.102982	-3.309456
1	106.27	95.019*	2.51e-10	-8.029148	-6.537928	-7.776774
2	**150.81**	**37.505**	**6.52e-1***	**-10.0856***	**-7.35185***	**-9.62303***

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية *E-Views12*

وبناءً على هذه النتائج، يُعتبر العدد (2) لفترات الإبطاء الزمني هو الأنسب للاستخدام في تقدير نموذج الدراسة.

3.2 نتائج اختبار التكامل المشترك (*Cointegration Test*)

يُبين الجدول رقم (4) نتائج اختبار الحدود باستخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة.

جدول رقم (4): نتائج اختبار الحدود (*Bound Test*)

F- Statistic	*K*	
8.411863	**4**	
Significance	**I (0) Bound**	**I (1) Bound**
10%	**2.2**	**3.09**
5%	**2.56**	**3.49**
2.50%	**2.88**	**3.87**
1%	**3.29**	**3.37**

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية *E-Views12*

نتائج اختبار الحدود في جدول رقم (4) أشارت إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة على المدى الطويل، وذلك بناءً على قيمة *F-Statistic* التي بلغت (8.411863)، والتي تفوقت على القيم الحد العليا للحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

ونتيجة لذلك، تم رفض الفرضية الصفرية التي تفيد بعدم وجود علاقة توازنيه طويلة الأجل، وتم قبول الفرضية البديلة التي تشير إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

3. نتائج تقدير المعادلة في المدى القصير والطويل (*ARDL*):

بعد أن أظهر اختبار جذر الوحدة بأن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى، أي أنها *I(1)* وبعد أن أشار اختبار الحدود إلى وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات، تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ((*Autoregressive Distributed Lag (ARDL*)، وتُبيّن النتائج المقدمة في الجدول (*4*) تفصيل المعادلة المقدرة في الفترة القصيرة والطويلة معًا، حيث أن الصيغة العامة لنموذج *ARDL* هي:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{m} \beta_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{j=0}^{n} \theta_j \Delta X_{t-j} + \gamma_1 Y_{t-1} + \gamma_2 X_{t-1} + \mu_t$$

حيث أن :

γ_1, γ_2 : تعبير معلمات عن العلاقة طويلة الأجل $(Relationship\ run - Long)$.

β, θ : يعبران عن معلمات العلاقة التوازن قصيرة الأجل $(Relationship\ run - Short)$.

Δ: يمثل معامل الفرق للمتغيرات.

m, n: حيث يمثل كل من درجات الإبطاء الزمني للمتغيرات (علماً أنه ليس بالضرورة أن يكون عدد فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات متساوية)

جدول رقم (05): الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (*ARDL Estimates Result*)

	Variable	Coefficients	St. Error	t-statistics	Prob.
Short Run	CointEq(-1)*	-0.6060	0.0669	-9.0562	0.000*1*
	Log FII (-1)*	-0.6060	0.1425	-4.2518	0.002
	Log ICI (-1)	3.0302	1.6073	1.8853	0.096
	Log TR(-1)	-0.0105	0.0376	-0.2792	0.088
	Log RER **	-2.1155	1.6381	-1.2914	0.232
	EPS (-1)	3.5636	0.9729	3.6628	0.006
	D(Log FII (-1))	-0.3880	0.1446	-2.6816	0.027
	D(Log ICI)	0.4441	0.7029	0.6318	0.054
	D(Log ICI (-1))	2.4376	1.1757	2.0731	0.071
	D(Log TR)	-0.0592	0.0383	-1.5454	0.168
	D(EPS)	2.7422	0.4882	5.6164	0.00*1*
Long Run	Log ICI	5.0002	1.6556	3.0201	0.016
	Log TR	-0.0173	0.0270	-0.6419	0.053
	Log RER	-3.4907	1.2239	-2.8521	0.021
	EPS	5.8802	0.8113	7.2470	0.00*1*
	C	10.632	3.2530	3.2684	0.011

0%1% ** Significant at 5% * Significant at 1 Significant at***

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية *Eviews 12*

يوضح الجدول (5) نتائج التحليل القياسي لنموذج *(ARDL)*، إلى أن معاملات المتغيرات المستقلة كل من ثقة المستثمر، والإيرادات الضريبية، وسعر الصرف الحقيقي والعائد على الأسهم كانت مقبولة إحصائياً حيثُ أن احتماليتها أقل من *5%*.

تشير نتائج التحليل في المدى الطويل إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين ثقة المستثمر والاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان؛ تُعزى هذه العلاقة إلى عدة عوامل قد تؤثر في زيادة ثقة المستثمر وتجعلها مرتبطة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، أهمها الاستقرار السياسي والاقتصادي في الأردن، حيث يشعر المستثمرون بالثقة عندما يكون هناك استقرار سياسي واقتصادي، مما يسهم في تعزيز جاذبية البورصة وجلب الاستثمارات الأجنبية، وهذا يعني أن زيادة واحد بالمئة في ثقة المستثمر ترتبط بزيادة تقترب من *(5.0002%)* في الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (*Bannet et al.,2012*) بأن هناك أثراً ايجابياً ذا دلالة إحصائية بين كل من ثقة المستثمر والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

تبين من التحليل أن اشارة الإيرادات الضريبية هي سالبة، ويعزى ذلك إلى أن التغير في السياسات الضريبية يؤثر سلبًا على استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق بورصة عمان، وأوضحت النتيجة أن زيادة واحد بالمئة في الإيرادات الضريبية تترتب عليها انخفاض بنسبة (*-0.0173%*) في استثمارات الأجانب غير المباشرة في بورصة عمان، وأن هذه النتيجة تشير إلى أن الاستثمارات الأجنبية تكون أكثر حساسية للتغيرات في السياسات الضريبية. على سبيل المثال، قد يؤدي ارتفاع الضرائب إلى تقليل جاذبية السوق للمستثمرين الأجانب، حيث يترددون في الاستثمار في بيئة ذات تكلفة أعلى، وبالتالي يتجنبون الاستثمار في السوق أو يُفضلون البحث عن بدائل أكثر جاذبية من الناحية الضريبية، وهذا ما دعمته الدراسات السابقة كدراسة (*Mathyela et al.,2018*) بأن هنالك تأثيراً سلبياً لمعدلات الضريبة على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

أما بالنسبة لمتغير سعر الصرف، فإن النتائج تظهر أن كل وحدة زيادة في سعر الصرف الاسمي تتسبب في انخفاض بنسبة (3.4907-%) في الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، ويُفسر هذا الانخفاض بأن الزيادة في قيمة العملة المحلية قد تجعل تكلفة الاستثمار أكثر ارتفاعًا بالنسبة للمستثمرين الأجانب، ينعكس هذا الأمر سلباً على جاذبية السوق، حيث يشعر المستثمرون الأجانب بعدم الرغبة في الاستثمار في ظل تكلفة الاستثمار المرتفعة. إلى جانب ذلك يُفسر هذا التأثير بتأثير الزيادة في تكلفة الاستثمار على الربحية المحتملة وبالتالي على استقرار الاقتصاد.

أما بالنسبة لمتغير العائد على الأسهم، فقد وُجِدَت علاقة موجبة ومعنوية بين العائد على الأسهم والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وهذا الترابط الإيجابي بين ربحية الأسهم وجذب المستثمرين الأجانب يشير الى أن ربحية الشركات تُعتبر مؤشرًا على جاذبية الشركات للاستثمارات الأجنبية، وعندما تكون ربحية الشركات عالية يتزايد اهتمام المستثمرين الأجانب بالاستثمار في هذه الشركات، وتشير النتيجة إلى أن الزيادة بنسبة واحد بالمئة في العائد على الأسهم يترتب عليها زيادة بنسبة (5.8802%) في الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان.

يشير الجدول إلى وجود معامل تصحيح الخطأ *CointEq (-1)* بقيمة سالبة تبلغ حوالي (0.6060-)عند مستوى معنوية (*0.001*) مما يشير إلى أن هذه القيمة معنوية إحصائيًا عند مستوى الثقة القصوى. وهذا يشير إلى أن هناك تفاوتًا بين التوازن في المدى القصير والتوازن في المدى الطويل. وبمعنى آخر، يبدو أن التغيرات على المدى القصير لا تتوافق بشكل كامل مع التوازن الطويل الأجل، وهذا يعزز فكرة أن الاقتصاد يحتاج وقتًا للتعافي من التغيرات طويلة الأجل، فيشير معامل تصحيح الخطأ (0.6060-%) إلى مقدار التصحيح الذي يجب أن يتم على المدى القصير للوصول إلى التوازن، يتطلب تصحيح هذا التفاوت تقريبًا *(60%)* من الاختلاف بين التوازنين على المدى القصير والطويل، وهذا يشير إلى أهمية تصحيح التفاوتات بين الفترتين.

1.3 نتائج الاختبارات التشخيصية (*Diagnostic Test*)

يُبين الجدول رقم (6) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لحد الخطأ واختبار ثبات تباين حد الخطأ كما يلي:

جدول رقم (06): نتائج الاختبارات التشخيصية (*Diagnostic Test*)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.533489	**Prob. F (2,6)**	0.6120
Obs*R-squared	2.868637	**Prob. Chi-Square (2)**	0.2383
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.246145	**Prob. F(1,16)**	0.6265
Obs*R-squared	0.272717	**Prob. Chi-Square (1)**	0.6015

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية*E-Views12*

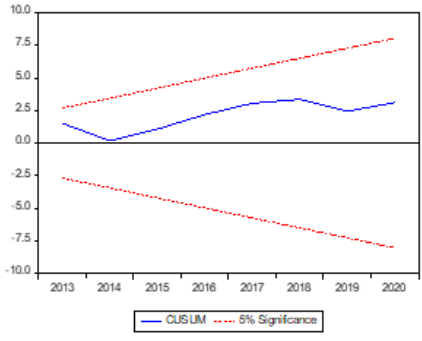
نتائج اختبار الارتباط الذاتي *(Breusch-Godfrey)* تشير إلى عدم وجود دليل إحصائي يدعم وجود مشكلة الارتباط المتسلسل بين الأخطاء في نموذج الدراسة على المدى الطويل، بمعنى آخر، لا توجد أدلة كافية للقول بأن هناك ترابطا بين الأخطاء المتسلسلة في النموذج، لذا تم قبول الفرضية الصفرية التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي في النموذج، هذا يعزز ملاءمة النموذج لاستخدامه في تحليل البيانات دون مخاوف كبيرة من وجود ارتباط متسلسل بين الأخطاء.

أما بالنسبة لاختبار عدم ثبات تباين حد الخطأ *(Breusch-Pagan-Godfrey)*، فقد تم قبول الفرضية الصفرية التي تفترض ثبات تباين حد الخطأ، هذا يشير إلى أن النموذج الاقتصادي المستخدم في الدراسة يعتبر صحيحًا وملائمًا لتحليل البيانات، وأنه لا توجد مشكلة كبيرة في ثبات تباين حد الخطأ.

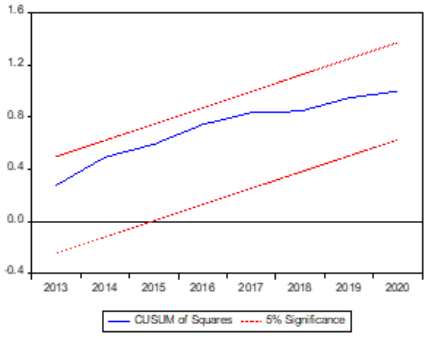
2.3 نتائج اختبار كوزوم للاستقرارية (*CUSUM Test*)

تم عمل اختباري هما *(CUSUM of test* و *CUSUM of squared test)* من أجل معرفة ما إذا كان النموذج القياسي مستقرا أم توجد قفزات هيكلية في معلمات النموذج، والتأكد من عدم الحاجة لتجزئة فترة الدراسة إلى فترات زمنية جزئية أقصر، وكانت النتائج كما يلي:

الشكل رقم (41): اختبار *CUSUM of test*



الشكل رقم (2): اختبار *CUSUM of squared test*



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برمجية *E-Views12*

يُظهر الشكل رقم (1) أن منحنى الأخطاء (*CUSUM*) يقع داخل الحدود الحرجة (*critical bounds*) عند مستوى معنوية *(5%)* خلال فترة الدراسة، هذا يشير إلى استقرار نموذج الدراسة وعدم وجود دلائل قوية على وجود تغيرات هيكلية أو انتقالات في النموذج. وبذلك

يمكن استنتاج أن النموذج الاقتصادي المستخدم في الدراسة مستقر، ولا توجد حاجة لتقسيم الفترة الزمنية إلى فترات زمنية أقصر. وبناءً على ذلك، تم رفض الفرضية الصفرية التي تفترض عدم استقرارية نموذج الدراسة.

كما يُظهر الشكل رقم (2) اختبار *CUSUM of Squares test* استقرار النموذج عند مستوى أهمية *(5%)*. ومن خلال هذا الشكل يمكن استنتاج أن النتائج التي تم تقديرها في النموذج مستقرة، هذا يعني أن البيانات التي تم جمعها في الدراسة تُعتبر مستقرة، والنتائج المستخلصة منها هي موثوقة وقابلة للاستخدام في التحليل والتنبؤ.

خاتمة:

أولا: النتائج:

يمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها كما يلي:

1. أظهرت النتائج وجود أثر موجب مقبول إحصائياً لثقة المستثمر على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، حيث أن ارتفاع ثقة المستثمر بنسبة واحد بالمئة يؤدي الى زيادة الاستثمار الأجنبي غير مباشر بنسبة (5.0002%).

2. أظهرت النتائج وجود أثر موجب مقبول إحصائياً للعائد على الأسهم على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، حيث أن ارتفاع العائد على الأسهم بنسبة واحد بالمئة يؤدي الى زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة (5.8802%).

3. أظهرت النتائج وجود أثر سلبي مقبول إحصائياً لمعدلات الضريبة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، حيث أن ارتفاع معدلات الضريبة بنسبة واحد بالمئة يؤدي الى انخفاض الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة (0.0173-%).

4. أظهرت النتائج وجود أثر سلبي مقبول إحصائياً لسعر الصرف على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، حيث أن ارتفاع سعر الصرف بنسبة واحد بالمئة يؤدي الى زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بنسبة (*3.4904-%*).

ثانياً: التوصيات:

بناءً على النتائج التي توصلت إليها الدراسة، تتضح أهمية عوامل محورية في توجيه حركة الاستثمار الأجنبي غير المباشر نحو بورصة عمان. في هذا السياق، يتجلى دور ثقة المستثمرين كعامل حاسم في هذه العملية، حيث يرتبط مستوى الثقة بشكل مباشر بمدى جاذبية البورصة. وبذلك يمكن تقديم التوصيات الهامة التي تنبع من هذه الدراسة:

1. قيام الحكومة الأردنية بتعزيز ثقة المستثمرين من خلال توفير المعلومات الشفافة، وتوضيح الفرص والتحديات المرتبطة والمؤثرة في بورصة عمان.

2. ضرورة اتخاذ التدابير اللازمة المساهمة في إيجاد حلول جذرية للقضايا المعرقلة لجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

3. العمل على وضع بيئة استثمارية جاذبة من خلال تقديم التسهيلات الضريبية، والحوافز الاقتصادية.

4. العمل على إنشاء وكالات ترويج للاستثمار مما يؤدي إلى جذب المستثمرين المؤهلين، والعمل كوسيط بينهم وبين الاقتصاد المحلي، فيدعم الأداء المالي لبورصة عمان ويرفع من ربحِها.

استناداً إلى هذه النتائج الجوهرية والتوصيات الملموسة، يتضح أن تحقيق نجاح فعّال واستدامة في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى بورصة عمان يتطلب تنسيقًا متناغمًا وتوجيهًا دقيقًا، وذلك لضمان التوازن الفعّال بين العوامل المتعددة التي تؤثر على تصرفات وقرارات المستثمرين، وبالتالي تعزيز تدفق الاستثمارات نحو السوق.

قائمة المراجع

- المراجع باللغة العربية:

1. بوعشة، مبارك وبن منصور، ليليا.(2015). الاستثمار الأجنبي المباشر: أشكاله وعلاقته بالشركات المتعددة الجنسيات، المؤتمر الدولي حول الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية في الوطن العربي، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، رماح، الأردن.
2. دانيالز، جوزيف وفانهوز، ديفيد. (2010)،" اقتصاديات النقود والتمويل الدولي " ، دار المريخ للنشر ، الرياض، السعودية .
3. حامد، قريب الله. (2018). استخدام نموذج VAR لدراسة العلاقة بين حجم الإنفاق العام والنمو السكاني في السودان للفترة (1960م-2015م). مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 19(2)،116-137.

4. شكري، ماهر كنج وعوض، مروان. (2004)،" المالية الدولية العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق " ، ط1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان، الاردن .
5. منتدى الاستراتيجيات الأردن، (2023).متوفر على الرابط التالي: https://www.jsf.org/ar/content/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%D8%AB%D9%82%D8%A9%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1 تم الاطلاع عليه بتاريخ 25.نيسان.2023
6. موقع بورصة عمان، قاعدة البيانات الاحصائية،(2023). متوفر على الرابط التالي: *file:///C:/Users/PC/Downloads/478_nsbt_mlkyt_ghyr_alardnyyn_fy_alshrkat_almdrjt_fy_bwrst_man_wbnsbt_367_llmwssat_walsnadyq_alastthmaryt.pdf* تم الاطلاع عليه بتاريخ 29.نيسان.2023

- المراجع باللغة الأجنبية:

7. Aggarwal, D., & Mohanty, P. (2018). Do Indian stock market sentiments impact contemporaneous returns?. South Asian Journal of Business Studies, 7(3), 332-346.
8. Andleeb, R., & Hassan, A. (2023). Predictive effect of investor sentiment on current and future returns in emerging equity markets. Plos one, 18(5), e0281523
9. Asterious, G., Dimitrous, D., & Hall, S. G. (2007). Applied Econometrics: A Modern Approach (Revised ed.). Palgrave Macmillan.
10. Bennet, E., Amoako, L. O., Charles, R. O., Edward, A., & Darkwah, J. A. (2012). The Impact of Investors' Sentiment on the Equity Market: Evidence from Ghanaian Stock Market. International journal of business administration, 3(5), 99.
11. Brown, J. R., Ivković, Z., Smith, P. A., & Weisbenner, S. (2008). Neighbors matter: Causal community effects and stock market participation. *The Journal of Finance*, *63*(3), 1509-1531.
12. Credit Finacier Invest (CFI).(2022).Available(on-line). https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/foreign-investment/ As of 14.oct.2023
13. CME Group,(29.March.2023).US:State Street Investor Confidence Index. https://www.cmegroup.com/education/events/econoday/2023/03/feed555937.html.
14. Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2011). Dividend taxes and international portfolio choice. *The Review of Economics and Statistics*, *93*(1), 266-284.
15. Evans,Kimberly(2002)," Foreign Portfolio and Direct Investment omplementarity,Differences,and Integration " , International Economist, Office Of International Investment ,US. Department Of The Treasury, Shanghai.
16. Fromlet, H. (2001). Behavioral finance-theory and practical application: Systematic analysis of departures from the homo oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis. *Business economics*, 63-69.
17. Granger, C.,& Newbold, P.(1977)." Economic Time Series Forecasting and Co-integration Test", New York: Academic Press.
18. Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants .of confidence. Cognitive Psychology, 24(3), 411–435.
19. Gujarati, D. (2004). Basic Econometrics. Fourth Edition. McGraw Hill, Boston.

20. Haritha, P., & Uchil, R. (2016). Conceptual framework on market factors affecting investor's sentiments and the effect of behavioral pitfalls on investment decision making. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 29-34.
21. Hajilee, M., Kuang, Y., Chiang, W. C., & Hayes, L. A. (2022). Asymmetric Impact of Corporate Tax on Stock Market Development: Evidence from The Nonlinear Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Approach. The Journal of Developing Areas, 56(4), 195-216.
22. Hayes,A.(2021). What Is the Real Effective Exchange Rate (REER) and Its Equation?. Investopedia. Available (On- line). https://www.investopedia.com/terms/r/reer.asp as of 24.oct.2023
23. Jeremy, K. (2017). Economics Note: Investor Confidence,Division of Economic and Risk Analysis. https://www.sec.gov/files/investor_confidence_oct2017.pdf
24. Jeyalakshmi, R., Kannan, M. R., Nuskiya, M. F., & Kumar, M. N. (2021). Impact Of Interest Rate And Inflation In Stock Price Of Fmcg Companies. *Ilkogretim Online*, *20*(1), 4718-4728.
25. Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99-127).
26. Keynes, J. (1936). Maynard, The Generai Theory of Empioyment, Interest and Money.
27. Kumari, J., & Mahakud, J. (2015). Does investor sentiment predict the asset volatility? Evidence from emerging stock market India. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 8, 25-39.
28. Lee, C. M., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. The journal of finance, 46(1), 75-109.
29. Li, S., & Filer, L. 2007." The Effects of the Governance Environment on the Choice of Investment Mode and the Strategic Implications". Journal of World Business, 42(1): 80-98.
30. Ling, D. C., Naranjo, A., & Scheick, B. (2010). Investor sentiment and asset pricing in public and private markets. RERI WP, 170.
31. Lien, N. T. K. (2022). An Empirical Study on Causal Relationship Between Real Effective Exchange Rate and Foreign Portfolio Investment in Vietnam. Prediction and Causality in Econometrics and Related Topics, 498-513.
32. Mathyela, A., Karimi, T., & Kinyua , W. (2018) . The Announcement Effect of Capital Gain Tax on Foreign Portfolio Investment for Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange, KENYA. European Journal of Economic and Financial Research, null. doi:http://dx.doi.org/10.46827/ejefr.v0i0.349
33. Mitchell,C.(2022)." State Street Investor Confidence Index". Available(on-line). https://www.investopedia.com/terms/s/state-street-confidence-index.asp as of 5.august.2023
34. Muguto, H. T., Rupande, L., & Muzindutsi, P. F. (2019). Investor sentiment and foreign financial flows: Evidence from South Africa. Zbornik Radova Ekonomski Fakultet u Rijeka, 37(2), 473-498.
35. Narayan, Paresh. (2004). Reformulating Critical Values for the Bounds F-statistics Approach to Cointegration: An Application to the Tourism Demand Model for Fiji. Department of Economics, Discussion Papers 02/04, Monash University.
36. Pal, P. (2006). Foreign portfolio investment, stock market and economic development: A case study of India. Capital Without Borders: Challenges to Development, 1, 121.

37. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (1999). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Long-Run Relationship. Department of Applied Economics, University of Cambridge.
38. Phuong,L.(2020).”Investor Sentiment by Psychological Line index and Stock return”.Accounting,6(7),1259-1264.
39. Samani,N.(19.Aug.2023).How Accurate Revenue Reporting Can Improve Investor Confidance?.Deskera. https://www.deskera.com/blog/investor-confidence-revenue-recognition/#what-is-investor-confidence.
40. Sabherwal, S., Sarkar, S. K., & Zhang, Y. (2011). Do internet stock message boards influence trading? Evidence from heavily discussed stocks with no fundamental news. *Journal of Business Finance & Accounting*, *38*(9-10), 1209-1237.
41. Stout, L. A. (2002). The investor confidence game. Brook. L. Rev., 68, 407.
42. Talbi, M., & Halima, A. B. (2019). Global Contagion of Investor Sentiment during the US Subprime Crisis: The Case of the USA and the Region of Latin America. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *9*(3), 163.
43. Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral decision* making, *12*(3), 183-206.