مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: تطور السوق المالي ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر
اسم الكاتب: د. عصام اسماعيل، زينة معروف
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5997
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 15:36 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

The Development of The Financial Market and its role in attracting FDI

Dr. Isam Ismaeal [*]
Zeina maarouf [**]

(Received 5 / 10 / 2023. Accepted 5 / 12 / 2023)

□ ABSTRACT □

The research aimed to identify the development of the money market and measure its role in attracting foreign direct investment, through an applied study on a sample from some of Arabic countries: Syria, Lebanon, Jordan, Iraq, and the dependent variable was determined by foreign investment, measured by net incoming cash flows, and the independent variable was market development. The financial index was measured using three indicators: market index, market liquidity, and market contribution.

The descriptive analysis method was adopted using cross-sectional data during the period 1990-2020, and the data on the study variables were analyzed using the Eviews 10 program.

The search yielded results:

- The absence of the effect of the financial market index on net foreign direct investment flows in the countries of the sample studied in the long and short terms.
- The absence of the impact of the financial market's contribution to the net foreign direct investment flows in the countries of the sample studied in the long and short terms.
- There is a positive effect of financial market liquidity on net foreign direct investment flows in the sample countries studied in the short term.

The research recommended the need to provide economic stability and develop the financial sector, which contributes to the transmission of positive effects of the financial market on foreign investment, as it becomes more secure and attractive to them.

Keywords: Financial market, FDI, Arab countries(Syria,lebanon,jordan,iraq).

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

[*]**Assistant Professer, Faculty Member, Department Of Economics And Planning, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria.**
[**]**Postgraduate Student (Master), Department Of Economics And Planning, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria.**

تطور السوق المالي ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر

الدُكتور عصام اسماعيل*

زينة معروف**

(تاريخ الإيداع 5 / 10 / 2023. قُبِل للنشر في 5 / 12 / 2023)

□ ملخّص □

هدف البحث إلى التعرف على تطور السوق المالي وقياس دوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، من خلال دراسة تطبيقية على عينة من بعض الدول العربية هي: سورية، لبنان، الأردن، العراق، وتم تحديد المتغير التابع بالاستثمار الأجنبي المباشر مقاساً بصافي التدفقات النقدية الواردة، والمتغير المستقل تطور السوق المالي وتم قياسه من خلال ثلاثة مؤشرات هي: مؤشر السوق، سيولة السوق، مساهمة السوق.

تم اعتماد أسلوب التحليل الوصفي باستخدام بيانات مقطعية زمنية خلال الفترة 1990–2020، وتم تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة باستخدام برنامج Eviews.1012.

توصل البحث إلى نتائج أهمها:

– غياب أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة (سورية ،لبنان ،الأردن ،العراق)في الأجل الطويل والقصير.

– غياب أثر مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة (سورية ،لبنان ، الأردن ،العراق)في الاجل الطويل والقصير.

– وجود أثر إيجابي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة(سورية ،لبنان ،الأردن ،العراق) في الأجل القصير.

وأوصى البحث بضرورة توفير استقرار اقتصادي وتطوير القطاع المالي مما يسهم في انتقال الآثار الإيجابية للسوق المالي في الاستثمارات الأجنبية كونها تصبح أكثر امانا وجاذبية لهم.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، دول عربية (سوريا ،لبنان ،الأردن ،العراق).

حقوق النشر : مجلة جامعة تشرين– سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY–NC–SA 04

* مدرّس–قسم الاقتصاد والتخطيط– كلية الاقتصاد– جامعة تشرين– اللاذقية– سورية. isam.isaiiL@tishreen.edu.sy

** طالب دراسات عليا (ماجستير) في قسم الاقتصاد والتخطيط– كلية الاقتصاد– جامعة تشرين– اللاذقية– سورية. Zeina.h.maarouf@tishreen.edu.sy

مقدمة :

شهدت الساحة الاقتصادية العالمية تحولات غير مسبوقة منذ بداية عقد التسعينات تمثلت أساساً في تكريس بوادر العولمة عبر فتح الأسواق، إزالة مختلف القيود، الزيادة السريعة والمضطردة للتجارة الدولية وحجم المبادلات المالية بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر الذي أضحى من أبرز المعالم الكبرى للأداء الاقتصادي العالمي وأبرز مظاهر عولمته بالإضافة الى التغير الهام الذي طرأ على هيكل عوامل الإنتاج بفعل التقدم العلمي والتكنولوجي الذي أضحت تتميز به الاستثمارات المتدفقة إلى مختلف دول العالم والتي ساهمت في توسيع الفجوة بين الدول المتقدمة والدول النامية.

ولطالما أن الجهد الانمائي المبذول من قبل الدول يتطلب إنفاق موارد هائلة وإدخال تغيير تكنولوجي على نطاق واسع، فإن القدرة الذاتية للدول النامية على توليد الوسائل الضرورية تواجه معوقات كبيرة أهمها نقص كبير في الاحتياطيات الأجنبية، مديونية دولية كبيرة، ومعدلات نمو سكاني مرتفعة، وهذا الأمر دفع معظم الدول النامية إن لم يكن جميعها لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاعتقاد السائد بأهمية الدور الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي المباشر في تعويض النقص في المدخرات المحلية، ونقل التكنلوجيا اللازمة للتنمية الاقتصادية، إلا أن أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي يتوقف على القدرة الاستيعابية للدولة، ويتطلب توافر شروط مسبقة لحدوث التأثير، وأهم هذه الشروط هو التطور المالي الذي يعتبره بعض الاقتصاديين شرط مسبق للتأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي. وبناءً على ما سبق نجد أن السوق المالي ومدى تطوره يسهم بشكل كبير في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وفي حالة الدول النامية ، التي ترى في الاستثمار الأجنبي المباشرة حاجة أساسية للنهوض بالاقتصاد الوطني، وتحقيق النمو الاقتصادي المطلوب، فإن الاهتمام بتطور السوق المالي بات ضرورة ملحة لها من أجل الإسهام في جذب تلك الاستثمارات، ولذلك كان من المهم إجراء هذه الدراسة من أجل التعرف على مدى تطور السوق المالي في عينة من الدول العربية ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إليها.

المراجعة الأَدبيَّة والنقديَّة: وفيها يعرض الباحث موجز عن الدِّراسات السَّابقة الَّتي تناولت هذه العلاقة.

الدِّراسات العربية:

- **دراسة (أبو عمشة، 2013) بعنوان:**

"الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية– دراسة حالة بورصة قطر"

هدفت الدراسة إلى تقييم الدور الذي تقوم به بورصة قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية للاقتصاد القطري لسد الفجوة بين الادخارات المحلية والاحتياجات الاستثمارية للاقتصاد القطري، وتحديد عوامل جذب الاستثمار الأجنبي للاقتصاد القطري.

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال استخدام البيانات الخاصة ببورصة قطر والشركات المدرجة فيها للتعرف على التطورات التي حدثت خلال فترة 2004–2009، فضلاً عن إجراء عدد من المقابلات مع المسؤولين في بورصة قطر وهيئة قطر للأسواق المالية، وشركات الوساطة القطرية وبعض المستثمرين.

وتوصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر قد تطورت بشكل كبير، واستطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية والخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، واستطاعت جذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وضخها في البورصة القطرية.

- **دراسة (المرشدي، 2018) بعنوان:**

"أثر بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر (رؤية تحليلية)"

هدفت الدراسة الى قياس مدى تأثير مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في الاستثمار الأجنبي المباشر في الفترة ما بين (2004 _2015) بناءً على الفرضية التي تفيد بوجود علاقة ارتباط وتأثير إيجابية ومعنوية بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والاستثمار الأجنبي المباشر.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، باستخدام الأسلوب الوصفي لعرض مفاهيم المتغيرات بالإضافة الى الأسلوب القياسي باستخدام معادلة الانحدار الخطي حيث تم تقديرها بطريقة المربعات الصغرى.

وتوصلت نتائج الاختبار القياسي الى وجود علاقة طردية معنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وبعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وهي مؤشرات (عدد الأسهم المتداولة ،حجم التداول، القيمة السوقية، مؤشر الأسعار، عدد الشركات المتداولة) مقابل عدم معنوية النماذج المتبقية كما توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج من خلال تحليل بيانات المدة الزمنية المدروسة نجد أن الاستثمار الأجنبي المباشر من عام (2004 الى 2015)اتخذ اتجاها تصاعديا حيث ارتفع من (300 الى 51312) مليون دولار وذلك بالرغم من تذبذبه نتيجة للأحداث التي مر بها البلد خلال تلك المدة وقد بينت النتائج أن مؤشر القيمة السوقية أكثر نماذج سوق العراق للأوراق المالية تأثيرا اذ أن ارتفاعه بنسبة (1%) تؤدي الى ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة (196%).

الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Shah، 2017) بعنوان:

"Financial development and foreign direct investment: The case of Middle East and North African (MENA) developing nations"

"التطورات المالية والاستثمار الأجنبي المباشر: حالة الدول النامية في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا"

هدفت الدراسة الى التحقق من أثر التطور المالي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا وقد تضمنت عينة الدراسة 19دولة (اليمن ، الجزائر، فلسطين، البحرين، الامارات، جيبوتي، تونس، المغرب، الكويت، ليبيا، سوريا، ايران، العراق، قطر، لبنان، الكويت، عمان، الأردن، مصر) وذلك خلال الفترة من 1988حتى عام 2015.

وقد تناولت الدراسة أثر خمس مؤشرات للتطور المالي وهي عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والسيولة المحلية والائتمان المقدم للقطاع الخاص والائتمان المقدم من قبل البنوك بشكل اجمالي وقد تم دمج المتغيرات السابقة بمتغير واحد (بشكل وسطي). وقد توصلت الدراسة الى أن التطور المالي كان له الدور الأكبر في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر الى الدول المختارة.

2- دراسة (Rajapakse، 2018) بعنوان:

"The Relationship Between the Stock Market and Foreign Direct Investment (FDI) in Sri Lanka"

"العلاقة بين سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي المباشر

هدفت الدراسة إلى استكشاف وجود وخصائص العلاقات طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسوق الأوراق المالية.

واستخدمت هذه الدراسة البيانات ربع السنوية للاستثمار الأجنبي المباشر وحجم تداول سوق الأسهم من عام 1994 الربع الأول إلى الربع الثاني 2017. أشارت اختبارات جذر الوحدة إلى نموذج الانحدار التلقائي المتجه وتم تشغيله بتأخرين. تم إجراء اختبارات والد واختبارات سببية جرانجر.

وأشارت النتائج إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سوق الأوراق المالية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر. وهذا يعني أن صانعي السياسات يجب أن يهدفوا إلى تطوير سوق الأوراق المالية من أجل الزيادة الناتجة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلد.

المراجعة النَّقديَّة: تتشابه الدراسة الحالية هذه مع العديد من الدراسات السابقة في التطرق الى المحددات التي تلعب دورا في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر ومنها (معدل التضخم ،السوق المالي ،سعر الصرف ، الناتج المحلي الإجمالي)كما انها تناولت الدور الذي تقوم به السوق المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بينما سيتم بهذه الدراسة تناول تطور السوق المالي باستخدام مؤشرات معينة تعكس هذا التطور على جذب الاستثمار وذلك في عينة من مجموعة الدول (سورية، لبنان ،الأردن ، العراق).

مشكلة البحث:

قام الباحث بصياغة مشكلة الدِّراسة بالتَّساؤل الرَّئيس الآتي:

هل يساهم تطور السوق المالي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من دول عربية ؟

ويتفرع عنه الأسئلة الاتية :

- ما هو أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من دول عربية ؟
- ما هو أثر سيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من دول عربية ؟
- ما هو أثر مساهمة السوق المالي في الناتج المحلي في صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر في عينة من دول عربية ؟

أهمية البحث وأهدافه:

تكمن أَهميَّة البحث من خلال:

- الأهمية الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر من خلال الدور الذي يلعبه في ملء الفجوة التمويلية وتنشيط الاستثمار في الدول المستقطبة له.
- الأهمية الاقتصادية الكبيرة للأسواق المالية في تأمين مصادر التمويل اللازمة للشركات من خلال الدور الذي تلعبه كوسيط بين الجهات ذات الفائض والجهات ذات العجز بالأموال.
- المساهمة في رسم سياسات تفعل دور الأسواق المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.
- ومن هنا كان لابد من دراسة مدى تطور السوق المالي في عينة من دول الشرق الأوسط من خلال دراسة ثلاثة مؤشرات له (مؤشر السوق المالي، مؤشر سيولة السوق المالي، مؤشر مساهمة السوق المالي في الناتج المحلي الإجمالي)، وكذلك التعرف على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في تلك الدول، وصولاً لدراسة العلاقة بين تطور السوق المالي من خلال مؤشراته الثلاثة وجذب الاستثمار الأجنبي مقاساً بصافي التدفقات النقدية الواردة.

- **يهدُف البحث** محاولة التوصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات من خلال تحليل ودراسة مؤشرات تطور السوق المالي (مؤشر السوق المالي، مؤشر سيولة السوق المالي، مؤشر مساهمة السوق المالي في الناتج المحلي الإجمالي) في عينة من دول عربية .

- بيان الدور لتطور السوق المالي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة الدول محل الدراسة.

فرضيَّات البحث:

فرضيَّة البحث الرَّئيسة: ينطلق البحث من فرضيَّة رئيسة مفادها **يوجد علاقة طردية بين تطور السوق المالي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر**. حيث يمكن اشتقاق الفرضيَّات الفرعيَّة الآتية:

1- <u>الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى</u>: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السوق المالي مع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

2- <u>الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّانية</u>: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسيولة السوق المالي مع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

الفرضيَّة الفرعيَّة الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمساهمة السوق المالي في الناتج المحلي الإجمالي مع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

منهجيَّة البحث:

سيتم استخدام أسلوب التحليل الوصفي في دراسة وتحليل مؤشرات تطور السوق المالي وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من دول عربية وهي (سورية، لبنان، الأردن، العراق)، وذلك باستخدام بيانات مقطعية زمنية خلال الفترة من 1990 حتى 2020.

كما سيتم تحليل السلاسل الزمنية الخاصة بمؤشرات التطور المالي وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخاصة بدول العينة خلال الفترة الزمنية من 1990 حتى 2020 ،وذلك من أجل دراسة أثر مؤشرات التطور المالي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في هذه الدول ،علما انه سيتم تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة باستخدام برنامج Eviews.10.

مجتمع وعينة البحث:

- مجتمع البحث: عينة من دول عربية وهي (سورية، لبنان، الأردن، العراق).

حدود البحث: زمانيَّة: الفترة الممتدة من 1990 -2020. **ومكانيَّة:** عينة من دول عربية وهي (سورية، لبنان، الأردن، العراق).

<u>الإطار النظري للبحث:</u>

1-<u>مفهوم الأسواق المالية:</u>

إن الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والأخر منتج لهذه الخدمة.

وبالتالي فإن السوق المالي هو سوق، أو ترتيب أو مؤسسة تسهل تبادل الأدوات المالية والأوراق المالية، تشمل هذه الأدوات الأسهم، السندات، الأوراق التجارية، الكمبيالات، الشيكات، إلخ، ويتم تحديد سعر هذه الأدوات بموجب قوانين العرض والطلب في السوق. (1Toppr, 2020, p1).

وعرف السوق المالي بأنه حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، من ناحية تهيئتها الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية، فهو من خلال هذا التعريف يشير إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

وبالتخصص أكثر في التعرف على مفهوم سوق المال، سوف نتحدث عن سوق الأوراق المالية، كونها هي صلب بحثنا، وهي أحد أجزاء السوق المالي بمفهومه العام، فقد عرف (قندوز، 2021، ص8) سوق الأوراق المالية بأنه مكان التقاء عرض الأموال مع الطلب عليها، حيث يتم عرض الأموال من أصحاب الفوائض المالية وهم المدخرون، أما طالبوا الأموال فهم عادة أصحاب العجز (مثل المستثمرون الراغبون في توسيع مشروعاتهم) ويتم في هذا السوق ترتيب عملية الالتقاء (العرض مع الطلب) من خلال إصدار وتداول أدوات مالية. ومن خلال هذا التعريف يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية تتفرد بعدة خصائص هي: (Business Jargons، 2020).

- ما يتم تداوله في سوق المال هو الأوراق والأدوات المالية، مثل أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم) والقروض العقارية وغيرها.
- يمكن أن يتحقق الجمع بين بائعي ومشتري الأوراق والأدوات المالية في مكان محدد، وأحياناً يمكن أن يتم دون الحاجة للمكان، من خلال الاعتماد على وسائل الاتصال التقنية الحديثة، مثل الانترنت او الفاكس أو الهاتف وغيرها.

1-2-تقسيمات الأسواق المالية:

1-سوق رأس المال **Capital Market**:

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات الالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي الأدوات المالية التي يزيد أجل استحقاقها عن عام، مثل أداوت الدين (السندات)، وأدوات الملكية (الأسهم)، وسميت بسوق رأس المال، كونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لغاية الحصول على رأس المال اللازم لتمويل مشروعاتهم المختلفة، وتتكون من:

1. السوق الأولية Primary Market: وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية مثل الأسهم العادية،.

2. السوق الثانوية Secondary Market : وهي السوق التي يستطيع فيها المقرض الذي أقرض الشركة عن طريق شراء السندات من السوق الأولية، أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها، كما ويستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية، وتنقسم هذه السوق الثانوية إلى قسمين هما:

1.2 القسم الأول: البورصة Exchange :

وتسمى بعدة تسميات مثل: السوق المنظمة، سوق المزادات، والسوق الرسمية، وفي البورصة يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، كما يباع فيها الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، كما يمكن تفصيل البورصة إلى قسمين:

1-الأسواق المنظمة الأولية: وتسمى سوق الإصدار: وهي السوق التي تدخل فيها منشاة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بصفتها بائعة لها، أي أن البائع هو المصدر الأساسي للأوراق المالية، وما يميز هذه السوق هو العلاقة المباشرة بين مصدر الأوراق المالية والمشتري الأول لها (المكتتب).

2-الأسواق المنظمة الثانوية وتسمى سوق التداول: وهنا يتم التداول بين الأطراف الحاملين للأوراق المالية والراغبين بشرائها من غير المصدرين.

2.2 القسم الثاني: سوق التداول خارج البورصة Over -the- Counter market:

وهي عبارة عن سوق غير منظمة، كما تسمى بالسوق غير الرسمية، أو السوق الموازية، ومن مميزات هذه السوق عدم وجود مكان محدد لإجراء عمليات التعامل والتداول كما هو الحال في البورصة، بل يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات عبر شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال الفورية مثل الانترنت وأجهزة الحاسب.

وأهم الأدوات التي يتم تداولها في سوق رأس المال هي:

1. السندات Bonds : هي عبارة عن أوراق دين طويلة الأجل تصدر من قبل الشركات والحكومات للحصول على التمويل طويل الأجل ،ويتم تسجيلها في ميزانية الجهات المصدرة في جانب الالتزامات .

2. الأسهم :Stocks هي شهادة تثبت ملكية حاملها لجزء من شركة ما ،وتمنحه بالمقابل العديد من المزايا والخصائص التي لا يتمتع بها حاملي الأوراق المالية الأخرى للشركة وتقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

3. الأوراق المالية المشتقة : Derivatives Securities وتعرف الأوراق المالية المشتقة على أنها أوراق مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول المكتوبة عليها، هي عقود واتفاقيات وخيارات على الأوراق الاصلية.

1-3 بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية:

1- مؤشر السوق المالي:

ويعرف مؤشر الأسواق المالية على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات المتعلقة بأداء الأسواق المالية، حيث يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية، وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية مختارة، مما يتيح إمكانية التعرف على اتجاه تحرك السوق سواء بالارتفاع أم الانخفاض، ويعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته، ويعد مؤشر السوق مقياساً حقيقياً لأداء السوق المالي في الدول، كما أنه يعمل على تلخيص الوضعية العامة للسوق من خلال دلالات رقمية قابلة للمقارنة والتحليل، وتعطي انطباعات حول سلوك السوق واتجاهاته، وتغيرات الأسعار والتنبؤ بها في المستقبل.

2-سيولة السوق المالي:

تعبر سيولة السوق على قدرة هذه السوق على تنفيذ عمليات الشراء والبيع على الأدوات المدرجة فيها، أي أن السوق ذات السيولة العالية هي السوق التي تتم من خلالها تداول الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وهو ما يحبذه المالكون للأدوات المالية لغرض المتاجرة (استثمارات قصيرة الأجل). (بن بخمة، ريحان، 2017، ص 43). وتزداد سيولة السوق عند توافر شروط أساسية تتمثل في: عمق السوق، اتساع السوق، سرعة الاستجابة (خليل، 2018، ص 12).

ويتم قياس سيولة السوق المالية من خلال دراسة مؤشرين أساسيين هما:

❖ معدل التداول (حجم التداول) :Traded Value Ratio ويقيس هذا المؤشر سيولة السوق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي ضمن حدود معينة، ولذلك هو مؤشر مهم في تحديد سيولة السوق المالية، حيث يتم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية للأدوات المالية المتعامل بها في السوق خلال فترة زمنية محددة إلى الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة، وتعبر المعادلة التالية عن معدل التداول:

معدل التداول= (القيمة السوقية للأدوات المالية المتعامل بها خلال فترة زمنية / الناتج المحلي الإجمالي الخام لنفس الفترة)* 100

❖ معدل الدوران: وهو مؤشر معزز لسيولة السوق المالية، حيث يقاس معدل الدوران من خلال نسبة القيمة السوقية للأدوات المالية المتداولة في السوق المالي إلى رسملة السوق ، وتوضحها المعادلة التالية:

معدل الدوران= (القيمة السوقية للأدوات المالية المتداولة/ رسملة السوق)*100

3-مساهمة الشركات المدرجة في السوق المالي في الناتج المحلي الإجمالي: بالنسبة للعلاقة بين مساهمة الشركات المدرجة في السوق المالي وتطور السوق المالي، يتم قياس مؤشرين أساسيين:

1-مؤشر عدد الشركات المدرجة: يستند هذا المؤشر على عدد الشركات المدرجة في السوق المالية، والتي يتم تداول أوراقها المالية في تلك السوق، ويمكن استخدام مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بوصفه مؤشراً إضافياً للدلالة على حجم السوق، حيث أن الزيادة في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تعد مؤشراً على تطور السوق المالية لذلك البلد، ولكن يؤخذ على هذا المؤشر أنه يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات يكون صغير.

2-معدل رسملة السوق (رأس المال السوقي): وهو من المؤشرات التي تقيس قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عبر قناة الأسواق المالية، ويحسب بنسبة ما تمثله قيمة الأدوات المالية المسجلة للتداول في السوق إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهو مؤشر فعال جداً في معرفة الفعالية الاقتصادية للأسواق المالية في تعبئة رؤوس الأموال المحلية أو الأجنبية، حيث يمكن حساب رسملة السوق من خلال المعادلة التالية:

معدل رسملة السوق المالي= (القيمة السوقية للأدوات المالية المدرجة/ الناتج المحلي الإجمالي)

ويعكس هذا المؤشر مدى مساهمة السوق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة لدعم المشاريع الاستثمارية داخل الاقتصاد من جهة، كما أنه يؤثر على ميول الاقتصاد نحو التمويل المباشر على حساب التمويل غير المباشر واتساع دور الأسواق المالية في عملية تمويل الاقتصاد.

2-مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر:

ينظر إلى الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه ظاهرة اقتصادية أساسية، مما جعله يستحوذ على اهتمام الباحثين والاقتصاديين، كون هذه الظاهرة الاقتصادية تمتاز بالتعقد تبعاً للظروف المحيطة به. وفي هذا الصدد فقد تعددت التعاريف التي عنيت بتوضيح مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن أهم التعاريف التي تناولته نذكر:

عرفته منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ***OCDE*** بأنه نشاط يترجم هدف كيان مقيم في اقتصاد ما للحصول على منفعة دائمة في كيان مقيم في اقتصاد آخر، ويشار هنا إلى المنفعة الدائمة من جهة وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، وممارسة تأثير فعلي في تسيير المؤسسة. (بوراس، 2013، ص 3). أما برنامج الامم المتحدة للتجارة والتنمية (***UNCTAD***) عرفه على أنه توظيفات أجنبية في موجودات رأسمالية ثابتة في دول معينة، وهو ينطوي على علاقات طويلة الأمد تعكس منفعة المستثمر في دولة أخرى، يكون له الحق في إدارة موجوداته، والرقابة العليا من الدولة الأجنبية، أو من دولة الإقامة، أياً كان المستثمر، فرداً أم شركة أم مؤسسة. (***UNCTAD***، 2008).

أما صندوق النقد الدولي (IMF) عرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه حالة الاستثمار التي يمتلك فيها المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية لحملة الأسهم لشركة مساهمة، أو ما يعادلها للشركات غير المساهمة، على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة (Quere, 2007, p 12).

أما منظمة التجارة العالمية (WTO) عرفته بأنه نشاط يحدث عندما يمتلك مستثمر مقيم في بلد ما (البلد الأم) أصولاً انتاجية في بلد آخر (البلد المضيف) بقصد إدارتها. (WTO, 2009, p 2).

وبالتالي فإن مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر يتضمن جانبين هما:

1. يعد المستثمر مباشراً إذا كان متحكماً في الشركة، ويتغير مقدار المساهمة في رأسمال الشركة الذي يحدد مقدار التحكم وفق القوانين المختلفة للدول، فمثلاً في ألمانيا تكون النسبة 25%.
2. في حالة المستثمر الذي اشترى أسهماً أو سندات لشركة أجنبية، فإن نوع الاستثمار يكون مباشراً إذا كان الهدف من وراء هذا الشراء هو السيطرة على الشركة أو المشاركة في إدارتها.

وتعرف الباحثة الاستثمار الأجنبي المباشر هو ذلك الاستثمار الذي يتخذ عدة أشكال يقوم به المستثمر الأجنبي ومن ثم يديره ويشرف عليه بشكل مستقل أو بشكل مشارك وهذا المستثمر يكون إما عام أو خاص أو طبيعي أو معنوي في بلد أجنبي غير البلد الأم للمستثمر ويكون بغرض تحقيق أهداف مختلفة أهمها الربح.

2-1 محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

أصبح ينظر إلى الاستثمار من منظور أنه وسيلة لتحقيق التنمية الشاملة والمستدامة، فهو يعد أحد الأدوات المالية التي يتم من خلالها قيام مشروعات تنموية قادرة على جذب عدد كبير من العمال. (علي، الحملاوي، 2022،) وتستخدم متغيرات الاقتصاد الكلي كمحددات لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وتم الاتفاق على أن كل من : معدلات النمو، التضخم، أسعار الفائدة، درجة الانفتاح الاقتصادي، حجم الاحتياطيات الدولية، الديون الخارجية، النظام الضريبي، الحرية السياسية، مستوى البنية التحتية، ووفرة الموارد الطبيعية، هي محددات ضرورية لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة. (Onyeiwu, Shresha, 2004, p 13).

ويعتمد الاستثمار الأجنبي المباشر على ثلاثة دوافع رئيسية للمفاضلة بين الدول المضيفة لرأس المال الأجنبي وهي:

1. سياسات الدول المضيفة.
2. الإجراءات الاستباقية التي تقوم بها الدول المضيفة لجذب الاستثمارات وتيسير الأعمال.

النتائج والمناقشة:

منهجية البحث وبناء نموذج:

لقد اعتمد هذا البحث على بيانات Panel data)) كونها تأخذ في الحسبان أثر تغيّر الزمن (Time effect) وأثر تغيّر الاختلاف بين المقاطع (Individual effect) على حد سواء .إضافة إلى أنّها تتمتع بعدد أكبر من درجات الحريّة وبكفاءة أفضل، مما يؤثر إيجاباً على مقدرات النموذج، كما تحد من مشاكل عدة كمشكلة عدم ثبات التّباين (Heteroscedasticity)، ومشكلة التّعدد الخطي .(Multicollinearity) والمقصود بـ (Panel data) هي المشاهدات المقطعيّة (N) كالدول، أو السلع، أو الشركات ... إلخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة(T) ، أي دمج البيانات المقطعيّة مع الزمنيّة والحصول على (N*T) مشاهدة .(Baltagi, 2021)

ومن منطلق النظريّة الاقتصاديّة، بالإضافة إلى الاعتماد على بعض الدراسات التجريبيّة السّابقة المقدمة في هذا المجال، تمّ بناء النموذج الذي يسمح بدراسة أثر مؤشرات تطور السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من الدول المتمثلة بـ (سورية، لبنان، الأردن، العراق) خلال الفترة 2021-1999 بالاعتماد على سلسلة بيانات Panel Data السنوية، وفق معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$FDI = f(TVR,, LOG_N, LOG_DX)$$

التي تعبّر عنها الصيغة القياسيّة التاليّة:

$$FDI_{i,t} = a_i + {}_1TVR_{i,t} + {}_2LOG_N_{i,t} + {}_3LOG_DX_{i,t} + {}_{i,t}$$

حيث أنّ:

$FDI_{i,t}$: المتغيّر التّابع، يمثل مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر في البلد (i) وفي الفترة ((t

a_i: تمثل التأثير الخاص بكل بلد عن طريق حصر محددات الاستثمار الأجنبي المباشر التي لا يمكن حسابها بالمتغيّرات المستقلة المذكورة.

® : متجه عامودي للمعلومات المراد تقديرها لكل متغيّر مستقل.

$_{i,t}$: متجه عامودي لحد الخطأ العشوائي للبلد (i) في الفترة .(t)

:TVRيمثل مؤشر سيولة السّوق المالي في البلد (i) وفي الفترة (.t)

:LOG_N يمثل مؤشر مساهمة السّوق المالي في البلد (i) وفي الفترة (.t)

:LOG_DX يمثل مؤشر السّوق المالي المتمثل بأسعار الأسهم المدرجة في السوق في البلد (i) وفي الفترة (.t)

1- الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

يوضح الجدول التالي ملخصاً للإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في البحث:

الجدول (4-1): الإحصاءات الوصفية

TVR	LOGN	LOGDX	FDI	
79.11594	2.462137	3.990156	3.679533	Mean
41.00000	2.397940	4.029059	1.981204	Median
366.0000	3.060698	5.061954	23.53729	Maximum
3.000000	2.178977	2.774344	-0.204543	Minimum
76.41826	0.209813	0.663438	4.187329	Std. Dev.
1.264874	1.536754	0.081324	2.483127	Skewness
4.375701	4.850955	1.756028	10.15785	Kurtosis
23.84001	37.00840	4.525026	218.2083	Jarque-Bera
0.000007	**0.000000**	**0.104089**	**0.000000**	**Probability**
5459.000	169.8875	275.3208	253.8878	Sum
397103.1	2.993449	29.93024	1192.293	Sum Sq. Dev.
69	69	69	69	Observations

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- القيم العليا والدنيا لمؤشري الاستثمار الأجنبي المباشر و سيولة السوق المالي تبتعد عن الوسط الحسابي والوسيط ما أدى إلى ارتفاع قيمة الانحراف المعياري لتلك المتغيرات.

- قيمة Skewness لكافة المتغيرات ذات إشارة موجبة، مما يشير إلى أنّ الذيل أطول نحو اليمين في التوزيع والتكرارات تتمركز عند القيم الصغرى. وقيمة Kurtosis لكافة المتغيرات باستثناء (مؤشر السوق المالي) أكبر من 3 أي أنّ منحنى التوزيع يأخذ شكلاً مدبباً، بينما كانت قيمة Kurtosis لمؤشر السوق المالي أصغر من 3 مما يشير إلى أنّ منحنى التوزيع يأخذ شكلاً مفرطحاً.

- أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera لكافة المتغيرات باستثناء (مؤشر السوق المالي) أقل من 5% مما يدل على أنّ البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي. بينما كانت القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera لمؤشر السوق المالي أكبر من 5% مما يشير إلى أنه يتبع التوزيع الطبيعي.

2-مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة:

يوضح الجدول التالي ملخصاً لمصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة:

الجدول (4-2): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة

Covariance Analysis: Ordinary
Sample: 1999 2021
Included observations: 69

			Correlation	
TVR	LOGN	LOGDX	FDI	Probability
			1.000000	FDI

		1.000000	-0.109593	LOGDX
		-----	0.3700	
	1.000000	0.241350	0.007099	LOGN
	-----	0.0457	0.9538	
1.000000	0.263217	0.838881	-0.120790	TVR
-----	0.0289	0.0000	0.3228	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews1

يلاحظ من الجدول السابق: أنّ قيمة معامل ارتباط سيولة السوق المالي مع مؤشر السوق المالي مرتفعة ومعنوية، إذ بلغت 0.83، بقيمة معنوية أصغر من 5%، لذا تم إجراء اختبار معامل التضخم للتباين Variance Inflation Factors للتأكد من عدم وجود علاقة تعدد خطي، وعليه يوضح الجدول التالي قيم معامل VIF للمتغيرات المستقلة:

الجدول (4-3): قيم معامل VIF

Variance Inflation Factors
Sample: 1999 2021
Included observations: 66

Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
1.036338	0.001476	LOGDX
1.053407	0.021225	LOGN
1.032618	1.35E-07	TVR

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يلاحظ من الجدول السابق أن قيم معامل التضخم أصغر من 10 بكثير، مما يدل على عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات يؤثر على دقة النتائج.

3- اختبارات جذر الوحدة الخاصة باستقرارية البيانات:

من الضروري قبل تقدير النموذج، إجراء اختبارات جذر الوحدة لمعرفة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات، لذا تم تطبيق الاختبارات التالية (ADF; PP; IPS; LLC)، لكل متغير على ثلاث حالات وذلك لاختبار استقرارية كل متغير (مع اتجاه وثابت، ثابت فقط، بدون ثابت واتجاه)، وباعتماد فترات إبطاء مناسبة.

ولتحديد درجة الاستقرارية للمتغيرات، تم اتباع المنهجية التالية:

- إذا اتضح وفقاً لأغلب الاختبارات المطبقة أن المتغير غير مستقر عند المستوى، حينها سيتم أخذ الفرق الأول لتحديد الاستقرارية.
- لتحديد فيما إذا كان المتغير مستقر ام لا، تم الاعتماد على نتيجة اغلب الاختبارات.

بناءً على ما سبق، تمّ إجراء الاختبارات لكل متغير على حدة وكانت النتائج كما يلي:

- المتغير التابع، المتمثل بصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، نبدأ الاختبار مع ثابت واتجاه، ثم مع ثابت، ثم بدون ثابت واتجاه عند المستوى. كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول (4-4): اختبار استقرارية صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عند المستوى

عند المستوى Level	مع ثابت واتجاه		مع ثابت		بدون	
	tقيمة	الاحتمالية	tقيمة	الاحتمالية	tقيمة	الاحتمالية
LLC	-5.30864	0.0000	-3.87953	0.0001	-7.71892	0.0000
IPS	-4.18387	0.0000	-3.79230	0.0001	-	-
ADF	25.8067	0.0002	25.5402	0.0003	56.2172	0.0000
PP	30.2084	0.0000	41.6904	0.0000	57.9291	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يُلاحظ من الجدول السابق، أنّ متغير صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر مستقر عند المستوى، إذ كانت القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أصغر من 5%.

- المتغير المستقل: مؤشر السوق المالي، المتمثل بأسعار الأسهم المدرجة في السوق، نبدأ الاختبار مع ثابت واتجاه، ثم مع ثابت، ثم بدون ثابت واتجاه عند المستوى. كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول (4-5): اختبار استقرارية مؤشر السوق المالي عند المستوى

عند المستوى Level	مع ثابت واتجاه		مع ثابت		بدون	
	tقيمة	الاحتمالية	tقيمة	الاحتمالية	tقيمة	الاحتمالية
LLC	1.07394	0.8586	-0.68902	0.2454	1.02150	0.8465
IPS	1.42000	0.9222	0.26298	0.6037	-	-
ADF	1.54715	0.9563	3.47288	0.7476	1.88225	0.9302
PP	1.53270	0.9573	3.78751	0.7054	1.90029	0.9286

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يلاحظ من الجدول السابق، أنّ المتغير غير مستقر عند المستوى، إذ كانت القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أكبر من 5%، لذا تم إعادة نفس الاختبارات عند الفرق الأول، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول (4-6): اختبار استقرارية مؤشر السوق المالي عند الفرق الأول

عند الفرق الأول	مع ثابت واتجاه		مع ثابت		بدون	
	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية
LLC	-6.64694	0.0000	-7.28524	0.0000	-7.85229	0.0000
IPS	-5.48568	0.0000	-6.14821	0.0000	-	-
ADF	33.1620	0.0000	40.6953	0.0000	57.0362	0.0000
PP	33.1620	0.0000	40.5542	0.0000	56.8223	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يُلاحظ من الجدول السابق، أنّ متغير مؤشر السوق المالي مستقر عند الفرق الأول، إذ كانت القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أصغر من 5%.

الجدول (4-7): اختبار استقرارية سيولة السوق المالي عند المستوى

عند المستوى Level	مع ثابت واتجاه		مع ثابت		بدون	
	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية
LLC	-5.27898	0.0000	-6.44434	0.0000	-1.50550	0.0661
IPS	-4.55023	0.0000	-5.73743	0.0000	-	-
ADF	27.5611	0.0000	38.0613	0.0000	10.1340	0.1191
PP	27.5154	0.0000	37.9992	0.0000	15.0701	0.0197

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يُلاحظ من الجدول السابق، أنّ متغير سيولة السوق المالي مستقر عند المستوى، إذ كانت القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أصغر من 5% مع ثابت فقط، ومع ثابت واتجاه.

- المتغير المستقل: مساهمة السوق المالي، المتمثل بعدد الشركات.

الجدول (4-8): اختبار استقرارية مساهمة السوق المالي عند المستوى

عند المستوى Level	مع ثابت واتجاه		مع ثابت		بدون	
	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية	قيمة t	الاحتمالية
LLC	-4.13697	0.0000	-5.31126	0.0000	-7.72547	0.0000
IPS	-5.02481	0.0000	-6.11885	0.0000	-	-
ADF	31.5540	0.0000	41.6269	0.0000	58.2486	0.0000
PP	33.8579	0.0000	44.1466	0.0000	58.2377	0.0000

يُلاحظ من الجدول السابق، أنّ متغير مساهمة السوق المالي مستقر عند المستوى، إذ كانت القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أصغر من 5%.

بناءً على ما سبق، يوضح الجدول التالي ملخصاً لنتائج الاستقرارية الخاصة بالسلاسل الزمنية المتغيرات:

الجدول (4-9): ملخص نتائج اختبارات الاستقرارية

اسم المتغير	نتيجة الاستقرارية
الاستثمار الأجنبي المباشر	I(0)
مؤشر السوق المالي	I(1)
مساهمة السوق المالي	I(0)
سيولة السوق المالي	I(0)

بناءً على النتائج المتحصل عليها، التي أشارت إلى أنها جميعاً مستقرة لكن ليس على نفس المستوى فمنها ما هو مستقر عند المستوي، ومنها ما هو مستقر عند الفرق الأول، لذلك سيتم اللجوء إلى النموذج المناسب لهذه الحالة، وهو نموذج ARDL.

4- تقدير معلمات النموذج باستخدام منهجية :ARDL

أصبحت منهجية (ARDL) شائعة الاستخدام في السنوات الأخيرة، وقد تم نشر هذا النموذج بواسطة (Pesaran et al 2001)، ويتم في هذه المنهجية دمج نماذج الانحدار الذاتي model Autoregressive ونماذج فترات الإبطاء الموزعة Model Lag Distributed في نموذج واحد، وفي هذه المنهجية تكون السلاسل الزمنية دالة في إبطاء قيمها، وقيم المتغيرات التوضيحية (المستقلة) الحالية وإبطائها بمدة واحدة أو أكثر، ويتميز نموذج (منهجية ARDL) بعدة مزايا منها:

- يمكن تطبيقه بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات محل البحث مستقرة من الدرجة صفر (0) او مستقرة في الفرق الاول I(1)، مقترناً (بشرط ألا تكون السلاسل الزمنية لمتغيرات مستقرة من الدرجة الثانية I(2) (لا يجب ان تكون متغيرات الدراسة مستقرة من الرتبة نفسها .
- إنّ استخدامه يساعد على تقدير نتائج الأجلين الطويل والقصير معاً في الوقت نفسه.
- المقدرات الناتجة عن هذا النموذج تتصف بخاصية عدم التحيز والكفاءة، فضلاً عن أنه يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات ومشاكل الارتباط الذاتي (الشوربجي، 2009).

الجدول (4-10): نتائج تقدير معلمات نموذج البحث

Dependent Variable: D(FDI)
Method: ARDL
Sample: 2001 2021
Included observations: 63
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (3 lags, automatic): LOGDX LOGN TVR
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 3
Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 2)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*

Long Run Equation

0.1714	-1.391344	0.029188	-0.040611	LOG_DX
0.6824	0.411987	0.229824	0.094684	LOG_N
0.0064	-2.870720	0.000461	-0.001324	TVR

Short Run Equation

0.0000	**-8.689601**	**0.113634**	**-0.987433**	**COINTEQ01**
0.1765	1.374652	0.084782	0.116546	D(LOG_DX)
0.3108	1.025900	0.081752	0.083869	D(LOG_DX(-1))
0.7026	-0.384430	0.158111	-0.060783	D(LOG_N)
0.3815	0.884428	0.220008	0.194581	D(LOG_N(-1))
0.0057	2.913510	0.000590	0.001720	D(TVR)
0.0324	2.212871	0.000429	0.000950	D(TVR(-1))
0.0751	1.825167	1.167322	2.130558	C

-0.001789	Mean dependent var	0.838279	Root MSE
1.074456	S.E. of regression	1.429893	S.D. dependent var
48.48712	Sum squared resid	2.973627	Akaike info criterion
-75.59012	Log likelihood	3.847842	Schwarz criterion
		3.320457	Hannan-Quinn criter.

يلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ **COINTEQ01** (−0.98) وبإشارة سالبة وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، مما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات البحث، ويمكن تفسير قيمة المعامل بأنّ هناك 98% من أخطاء الاجل القصير يمكن تصحيحها سنوياً للعودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل.

النتائج في الأجل الطويل:

– عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير LOG_DX والممثل بمؤشر السوق المالي غير معنوي، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أكبر من 5%. الأمر الذي يشير إلى غياب أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل الطويل.

بالتالي نرفض الفرضية القائلة (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة)، ونقبل الفرضية البديلة القائلة (بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة).

– عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير LOG_N والممثل بمساهمة السوق المالي غير معنوي، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أكبر من 5%. الأمر الذي يشير إلى غياب أثر مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل الطويل.

بالتالي نرفض الفرضية القائلة (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة)، ونقبل الفرضية البديلة القائلة (بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة).

- عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير TVR والممثل بسيولة السوق المالي معنوي وبإشارة سلبية، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أصغر من 5%. الأمر الذي يشير إلى وجود أثر سلبي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل الطويل.

بالتالي نقبل الفرضية القائلة (يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة)، ونرفض الفرضية البديلة القائلة (بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة).

النتائج في الأجل القصير:

- عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير LOG_DX والممثل بمؤشر السوق المالي غير معنوي، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أكبر من 5%. الأمر الذي يشير إلى غياب أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل القصير.
- عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير LOG_N والممثل بمساهمة السوق المالي غير معنوي، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أكبر من 5%. الأمر الذي يشير إلى غياب أثر مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل القصير.
- عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغير TVR والممثل بسيولة السوق المالي معنوي وبإشارة موجبة، إذ كانت القيمة الاحتمالية للمعامل أصغر من 5%. الأمر الذي يشير إلى وجود أثر إيجابي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل القصير.

5- اختبارات جودة النموذج وصلاحيته:

تمّ إجراء مجموعة من الاختبارات بغية التحقق من جودة النماذج المُقدرة والتي تمثلت بما يلي:

- اختبار ثبات تباين البواقي:

يظهر الجدول أدناه ملخصاً لنتائج اختبار White Heteroscedasticity

الجدول (4-11): نتائج اختبار ثبات التباين

VAR Residual Heteroskedasticity Tests
Sample: 1999 2021

Joint test:

Chi-sq	Df	Prob.
244.7972	240	0.4021

Individual components:

Prob.	Chi-sq(24)	Prob.	F(24,35)	R-squared	Dependent
0.2630	27.92932	0.2547	1.270015	0.465489	res1*res1
0.1991	29.57880	0.1698	1.417951	0.492980	res2*res2
0.6097	21.49019	0.6977	0.813815	0.358170	res3*res3
0.1810	30.11474	0.1467	1.469532	0.501912	res4*res4
0.2719	27.72269	0.2668	1.252549	0.462045	res2*res1
0.7641	18.77084	0.8515	0.663951	0.312847	res3*res1
0.4411	24.36195	0.4939	0.996908	0.406033	res3*res2
0.4604	24.02163	0.5188	0.973683	0.400360	res4*res1
0.1372	31.60179	0.0939	1.622847	0.526697	res4*res2
0.2947	27.21107	0.2978	1.210250	0.453518	res4*res3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يلاحظ من الجدول السابق، انّ القيمة الاحتمالية لاختبار Chi–sq أكبر من 5%، الأمر الذي يشير إلى ثبات التباين في البواقي.

–اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

تمّ إجراء مجموعة من الاختبارات بغية التحقق من خلو البواقي من مشكلة الارتباط الذاتي تمثلت في:

الجدول (4–12): نتائج اختبارات الارتباط الذاتي للبواقي

Cross-Section Dependence Test
Series: RESID01
Sample: 1999 2021

Prob.	d.f.	Statistic	Test
0.9480	3	0.361915	Breusch-Pagan LM
0.2815		-1.076994	Pesaran scaled LM
0.2493		-1.151994	Bias-corrected scaled LM
0.9208		0.099429	Pesaran CD

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

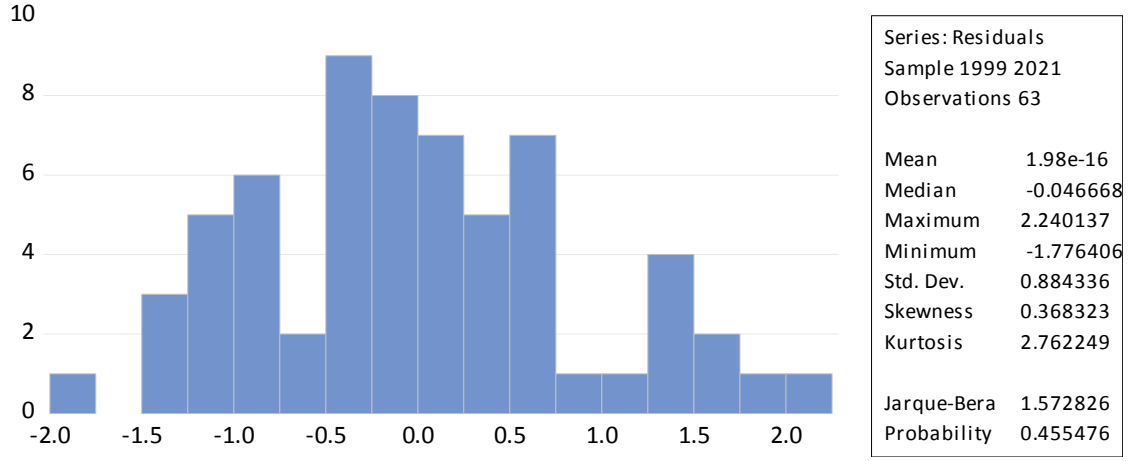
يلاحظ من الجدول السابق، انّ القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أكبر من 5%، الأمر الذي يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج.

-اختبار استقرارية البواقي:

تمّ إجراء مجموعة من الاختبارات بغية التحقق من استقرارية البواقي، وتبين انّ القيمة الاحتمالية لكافة الاختبارات أصغر من 5%، الأمر الذي يشير إلى استقرارية بواقي النموذج.

- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

يظهر الشكل أدناه ملخصاً لنتائج التوزيع الطبيعي للبواقي، إذ كانت النتائج كما يلي:



الشكل (4-1): نتائج اختبار Jarque-Bera للتوزيع الطبيعي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews12

يلاحظ من الشكل السابق، انّ القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera أكبر من 5%، الأمر الذي يشير إلى التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج.

بناءً على النتائج الخاصة باختبارات جودة النموذج وصلاحيته، والتي أشارت إلى خلو النموذج من المشاكل المتمثلة بالارتباط الذاتي والتوزيع الطبيعي والاستقرارية وثبات التباين الخاصة بالبواقي، تمّ الاعتماد على نتائج نموذج ARDL المقدمة في البحث.

الاستنتاجات و التوصيات:

وبعد أن تمّ اختبار الفرضيات تمكّن الباحث من الوصول لعدد من النتائج أهمّها:

أظهرت النتائج غياب أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل الطويل والقصير، إذ يمكن تفسير تلك النتيجة من خلال وجهة نظر الباحثة بأن الأسواق المالية لدول عينة البحث (سورية، لبنان، الأردن، العراق) عانت خلال الفترة المدروسة من عدة أزمات لعل أهمها الازمة المالية العالمية 2008-2009، إضافة إلى ثورة يناير في مصر والازمة التركية، ولم تكن بورصة عمان بمعزل عن الاثار السلبية التي شهدتها دول الجوار كالحرب على سورية التي امتدت آثارها الى الأردن. مما أدى إلى غياب الدور الذي لعبته الاسواق المالية في دول عينة البحث، وانخفاض قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية.

كما أظهرت النتائج غياب أثر مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل الطويل والقصير، إذ يمكن تفسير تلك النتيجة من خلال وجهة نظر الباحثة إلى الانخفاض

المستمر في عدد الشركات المقيدة في بورصة عمان نتيجة للإجراءات التي قامت بها إدارة البورصة من خلال إلغاء السوق الثالث، كما تعزى تلك النتيجة إلى استقرار نسب تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في بورصة إسطنبول، ومزاحمة سيطرة القطاع المصرفي في بورصة القاهرة على بقية القطاعات.

إضافة لما سبق، أشارت النتائج إلى وجود أثر إيجابي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل القصير، إذ تبين هذه النتيجة انه كلما ازداد حجم السيولة في الأسواق المدروسة كلما ارتفع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، اذ يمكن ان تعكس تلك النتيجة أن ارتفاع معدل الدوران في البورصات المدروسة يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، وذلك بسبب إمكانية مرونة دخولهم وخروجهم بسهولة. إلا أن هذا الأثر ينعكس في الاجل الطويل، ليصبح سالباً، إذ اشارت النتائج إلى وجود أثر سلبي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الاجل الطويل، ويمكن تفسير ذلك نتيجة للبيئة غير المستقرة في البورصات المدروسة، والتي تسمح بانتشار السلوك المضاربي للمستثمرين، إذ أن غالبية المستثمرين كان هدفهم تحقيق الربح في الاجل القصير دون النظر إلى الاستثمار المنتج، وهذا ما يطلق عليه بمصطلح (Hot money).

التوصيات:

نتيجة لغياب دور مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة، توصي الباحثة بضرورة توفير استقرار اقتصادي وتطوير القطاع المالي مما يسهم في انتقال الآثار الإيجابية للسوق المالي في الاستثمار الأجنبية كونها تصبح أكثر امانا وجاذبية لهم.

2_نتيجة لغياب دور مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة، توصي الباحثة إلى تقديم امتيازات وتسهيلات للمستثمرين الأجانب مما يسهم في انفتاحها على الخارج، ويساهم في تفعيل دور البورصات المدروسة في جذب الاستثمارات الأجنبية.

3_نتيجة للأثر المتقلب لمعدل الدوران، الممثل لسيولة الأسواق المالية المدروسة، توصي الباحثة المستثمرون الراغبون بالاستثمار بتنويع محافظهم الاستثمارية في الدول عينة البحث، واتباع استراتيجية قصيرة الاجل فقط.

References:

-Al Nasser.O. M, The determinants of FDI.Global Economic Review. 2007.

-Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. and S. Sayek, "Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Exploring the Role of Financial Markets on Linkages", Journal of Development Economics, 91(2), 242-256. , 2010

-Arcabic, V, Globan, T, Raguz, I, The relationship between the stock market and foreign direct investment in Croatia evidence from var and cointegration and analysis, Institute of Public Finance, vol. 37(1), pages 109-126. , 2013

-Asiedu.E, On the determinants of FDI to Developing countries: Is Africa Different? World Development. 2002

-Barell. R, Pain .N, An Econometric Analysis of U.S Foreign Direct Investment. Review of Economics and Statistics. 1996

-Ben taher, H, Giorgione G, The Determinants of FDI, a panel data study on AMU countries. 2009

-Shah, M, "Financial development and foreign direct investment: The case of Middle East and North African (MENA) developing nations, r No. 82013. , 2017

-UNCTAD(2008b). Word Investment Report: Transitional Corporations and the infrastructure challenge. United Nations Conference on Trade and Development. 2008