

## محددات تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية

د. محمد وهدان

أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة عين شمس

### مستخلص

تهدف الدراسة إلى تحديد المحددات المؤثرة على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية خلال الفترة من ٢٠١١ وحتى ٢٠١٨، وتشمل العينة ١١ دول عربية، وتمثل المحددات محل الدراسة كل من عجز الموازنة العامة، فجوة الموارد المحلية، المخاطر السياسية، معدل التضخم المحلي، الميزان الجاري، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أسعار النفط، ومعدل التضخم العالمي، في حين تمثل استثمارات المحافظ الأجنبية المتغير التابع.

وقد استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد للبيانات الجدولية وأشارت النتائج إلى وجود تأثير معنوي سلبي لكل من عجز الموازنة العامة، وفجوة الموارد المحلية، والمخاطر السياسية على استثمارات المحافظ الأجنبية، كذلك يوجد تأثير معنوي إيجابي لمعدل التضخم، بينما لا يوجد تأثير معنوي لباقي المحددات محل الدراسة، وللتأكد من النتائج اجري الباحث الانحدار الرصين والذي أكد على تأثير كل من فجوة الموارد المحلية والمخاطر السياسية في حين استبعد باقي المتغيرات، وعليه توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي سلبي لكل من فجوة الموارد المحلية، والمخاطر السياسية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية.

**الكلمات المفتاحية:** استثمارات المحافظ الأجنبية، الاستثمارات الأجنبي غير المباشر، الدول العربية، المتغيرات الاقتصادية الكلية، المخاطر السياسية، عجز الموازنة العامة، فجوة الموارد، معدل التضخم، أسعار النفط، معدل النمو الاقتصادي، الميزان الجاري.

## Abstract

This study aims to determine the determinants affecting foreign portfolio investment flows in the Arab countries. The sample includes 11 Arab countries during the period from 2011 to 2018. The determinants representing the independent variables that was included in the study are the public budget deficit, the local resource gap, political risks, the rate of domestic inflation, the current balance GDP growth rate, oil prices and global inflation rate, while foreign portfolio investment represents the dependent variable.

The researcher used the Panel Data Multiple Regression Analysis Method. The results indicated that there is a negative significant effect of the public budget deficit, the local resource gap, and political risks on foreign portfolio investment flows, and there is a positive significant effect of the rate of inflation, while there is no significant effect of the rest of the determinants included in the study. To confirm the results, the researcher conducted a regression using the Robust Least Squares Method, which emphasized the effect of both the local resource gap and political risks while excluding the rest of the variables. Therefore, the study concluded that there is a negative significant effect for both the gap of local resources, and political risk on flows of foreign portfolio investments in the Arab countries.

**Key Words:** Foreign Portfolio Investments, Indirect Foreign Investment, Arab Countries, Macroeconomic Variables, Political Risks, Public Budget Deficits, Resource Gap, Inflation Rate, Oil Prices, Gross Domestic Product Growth Rate, Current Account Balance.

## أولاً: المقدمة

تتجسد أهمية استثمارات المحافظ الأجنبية من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة والتي تترتب على حركة رؤوس الأموال في شكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر خاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية حيث أن استثمارات المحافظ الأجنبية تزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية ويمكن أن تساعد على تطوير كفاءة السوق أيضاً إذ يجعل الأسواق أكثر سيولة كما يجعلها أوسع وأعمق. ( Evans, 2002). والمقصود بالسيولة السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات إلى نقدية أو التي يمكن بها للمستثمرين شراء الأوراق المالية دون تأثير كبير على الأسعار وفي سوق الأوراق المالية فإن تواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين يضمن توافر السيولة للورقة المالية (لطفي، ٢٠٠٧).

ويمكن لاستثمارات المحافظ الأجنبية أيضاً من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل وسوف يواجهون مطالب من أجل تحسين المعلومات سواء من حيث الكمية والنوعية وتعزيز للشفافية والتي يمكن أن يكون لها تأثيرات جانبية إيجابية في القطاعات الاقتصادية الأخرى. ويعني ذلك أن حرص الدول وخصوصاً الدول النامية على تشجيع جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يساعد في تحسين البيئة الاستثمارية خصوصاً المتعلقة بالشفافية ووضوح المعلومات. (محمد وأحمد، ٢٠١٣)

ونتيجة لتلك الأهمية تسعى العديد من الدول لا سيما الدول العربية إلى جذب تلك الاستثمارات من أجل الاستفادة منها في تمويل عجز الموارد المحلية والسعي لتحقيق النمو الاقتصادي من خلال تمويل التنمية الاقتصادية وتنمية البنية الأساسية للنظم المالية، في ضوء تلك المساعي تأتي هذه الدراسة للمساهمة في تحديد المحددات التي يمكن أن تؤثر على قدرة الدول في جذب تلك الاستثمارات.

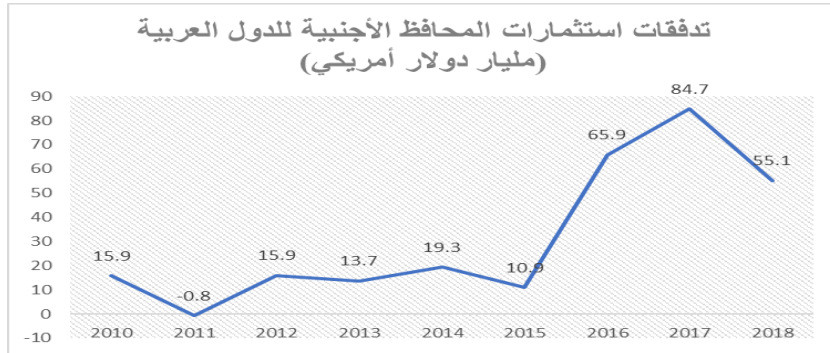
## ثانياً: طبيعة المشكلة

شهدت تدفقات المحافظ الأجنبية للدول العربية بعض التذبذبات خلال الفترة التي تلت التقلبات السياسية التي بدأت في عام ٢٠١١ والتي لم تنتهي حتى يومنا هذا في العديد من البلدان العربية، بل لا تزال تداعيات تلك التغيرات حاضرة في الأداء الاقتصادي والسياسي والمالي لتلك الدول ولا سيما تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية والتي شهدت أدنى قيمة لها خلال عام ٢٠١١ بصافي تدفق خارج بقيمة نصف مليار دولار، لتعاود الارتفاع لتصل إلي ٨٤.٧ مليار دولار عام ٢٠١٧ ومن ثم عاودت الانخفاض نتيجة للتقلبات التي شهدتها الدول النامية خلال عام ٢٠١٨ لتصل إلي ٥٥ مليار دولار تقريباً.

الرسم (١): تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيان معهد التمويل الدولي.<sup>١</sup>

تلك التقلبات الظاهرة دفعت الباحث للتساؤل حول ماهية محددات تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية، وعليه يمكن بلوة المشكلة البحثية في السؤال التالي:  
ما هي محددات تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال الفترة من



٢٠١١ وحتى ٢٠١٨؟

<sup>١</sup> تتضمن الدول العربية كل من: لبنان، مصر، الأردن، المغرب، تونس، السعودية، الإمارات، قطر، عمان، الكويت، البحرين.

وبملاحظة التغيرات الاقتصادية والسياسية التي تشهدها المنطقة وكذلك بالاعتماد على

الأدبيات السابقة يمكن ان يتفرع من هذا السؤال مجموعة من الأسئلة الفرعية:

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لعجز الموازنة العامة على تدفقات

استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفجوة الموارد المحلية على تدفقات

استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمخاطر السياسية على تدفقات

استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم المحلي على

تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفائض (عجز) الميزان الجاري

على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي

على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لسعر النفط على تدفقات استثمارات

المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

• هل يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم العالمي على

تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة؟

### ثالثاً: الدراسات السابقة

اهتمت دراسة (عبد الفضيل، ٢٠٠٦) بأثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصري في ظل عولمة الاسواق الصاعدة والقاء الضوء على إداء السوق المصري خلال الفترة من ١٩٩٠ وحتى ٢٠٠٥، وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي قوي لشراء الاجانب بالمقارنة بعمليات البيع في الأوقات العادية بينما يكون الأثر الأكبر لعمليات البيع في حالة الازمات المالية.

تبحث دراسة (Baek، ٢٠٠٦) في الأهمية النسبية لعوامل "السحب" و "الدفع" في تحديد تدفقات استثمارات المحافظ إلى اقتصادات آسيا وأمريكا اللاتينية. يتم تضمين موقف السوق من المخاطر كعامل "دفع". وجدت الدراسة أن العوامل التي تسحب وتدفع استثمار المحافظ الأجنبية (PI) تختلف بين اقتصادات آسيا وأمريكا اللاتينية. كان مؤشر الاستثمار الرئيسي في آسيا مدفوعاً في الغالب برغبة المستثمرين في المخاطرة والعوامل الخارجية الأخرى، في حين كان للظروف الاقتصادية المحلية المواتية دوراً لا يذكر في جذب مستثمرين المحافظ. من ناحية أخرى، كان مؤشر الأداء الاقتصادي في اقتصادات أمريكا اللاتينية مدفوعاً إلى حد ما بالنمو الاقتصادي القوي، ودفعه أيضاً العوامل المالية الأجنبية ولكن ليس بسبب الرغبة في المخاطرة في السوق. بناءً على هذه النتائج، خلصت الدراسة إلى أن PI لآسيا هي أموال "ساخنة" لأنها عرضة لتقلبات مزاج السوق العالمية والعوامل الخارجية، وبالتالي يمكن أن تكون غير مستقرة ومتقلبة ومضاربة.

في حين هدفت دراسة (ذنون، ٢٠٠٩) إلى النقصي عن تطورات الاستثمار الأجنبي دولياً بتقديم خلفية مرجعية لأهم الدراسات التي تناولت آثاره الاقتصادية المختلفة، ثم أهدافه وتوزيعه الجغرافي والقطاعي في تركيا، ثم الاختبار القياسي لأثره في فجوتي الموارد الاقتصادية خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٦. من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: أولاً: إن للاستثمار الأجنبي المباشر دوراً إيجابياً في إحداث التغيرات الهيكلية

التي شهدتها الاقتصاد التركي، ثانياً: أظهرت النتائج التقديرية أن التوسع في جذب الاستثمار الأجنبي يؤدي إلى توسيع فجوتي الموارد المحلية والأجنبية في الاقتصاد التركي.

في حين تهدف دراسة (عبدالله، وأرشيد، ٢٠٠٩) إلى دراسة العلاقة بين المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية والفساد والمخاطر التجميعية من جهة والاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأردن من جهة أخرى، وذلك خلال الفترة من ١٩٩٦ وحتى ٢٠٠٦ باستخدام السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لكل من المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية والفساد والمخاطر التجميعية على الاستثمار الأجنبي غير المباشر بدولة الأردن خلال فترة الدراسة. تناولت دراسة (بسيوني، ٢٠١٠) التجربة المصرية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وأثر هذه التدفقات على الاقتصاد المصري وذلك في ظل ما يعانيه من وجود الفجوة الموارد المحلية، وفجوة التجارة الخارجية خلال الفترة (٢٠٠٧ - ١٩٧٥) وضحت النتائج أن الاقتصاد المصري حقق طفرة في مجال جذب رؤوس الأموال الأجنبية بأنواعها المختلفة (القروض الدولية، والمعونات الأجنبية، والاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي غير المباشر) بدءاً من تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي، وشهدت هذه التدفقات طفرة هائلة خلال الخمس سنوات الأخيرة من فترة الدراسة، التي تضاعفت فيها الاستثمارات الأجنبية المباشرة لأكثر من خمسة وخمسين ضعفاً، كذلك شهدت الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ارتفاعاً واضحاً خلال العقود الثلاثة الماضية (وذلك رغم عدم الاستقرار والتذبذب الملحوظين)، وأيضاً شهدت تدفقات القروض الدولية والمعونات الأجنبية ارتفاعاً مستمراً خلال فترة الدراسة، وإن كانت نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي شهدت انخفاضاً تدريجياً. وأخيراً أوضحت النتائج الآثار الإيجابية لكل من القروض والمساعدات الأجنبية، والاستثمارات الأجنبية المباشرة على كل من معدلات الادخار والاستثمار والنمو الاقتصادي في مصر خلال فترة الدراسة (١٩٧٥ - ٢٠٠٧)، وهذا أثبت صحة الفرضية الأساسية التي قامت عليها الدراسة،

وهي "أن هناك أثر إيجابي لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر على معدلي الادخار والاستثمار المحليين وبالتالي على معدل النمو الاقتصادي المصري".

في حين تناولت دراسة (يعقوب ومحمد، ٢٠١٣) أثر النمو السكاني والنتائج المحلي الإجمالي في التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، في كل من ماليزيا واندونيسيا للمدة (١٩٩١-٢٠٠٧). وتم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي الجاهز (Minitab) للحصول على تقديرات لمؤشرات اعتمدت لتحليل وتقييم طبيعة العلاقات بين متغيرات البحث واتجاهاتها واختبار الفرضيات، وقد توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات والمتعلقة بالجانبين النظري والتطبيقي، أهمها تؤكد صحة فرضيات البحث وخصوصاً ما يتعلق بأثر الناتج المحلي الإجمالي في حركة التدفقات الدولية في البلدان عينة البحث.

كذلك هدفت دراسة (عبد العال، ٢٠١٣) إلى الإجابة عن ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه، ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر من خلال تحليل صافي حركة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠١٠، وانعكاسات الأزمة المالية العالمية على البورصة المصرية وتوصلت الدراسة إلى أنه ما لم تتجه تدفقات رؤوس الأموال العربية والأجنبية في البورصة إلى الاكتئاب في زيادة رؤوس الأموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات الاستثمار، فإن الأثر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الأولى إلى رفع قيمة العملة المحلية (بما لذلك من آثار سلبية في المركز التنافسي للصادرات غير البترولية) وليس إلى دفع معدلات النمو الاقتصادي. وتعتبر البورصة على هذه النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد المصري التي يمكن لأي عمليات مضاربة أجنبية أن تعصف بالاستقرار فيها، ما يتطلب ضرورة النظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية فيها. هذا بالإضافة إلى أن حرية دخول الأجانب للبورصة المصرية



والخروج منها دون قيود سيدعم المضاربة على أسعار الأسهم ومن دون وجود آليات لاستقرار هذه الأموال.

بينما تهدف دراسة (عبد الحكيم، ٢٠١٥) إلى قياس وتحليل حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق العراق للأوراق المالية، وإلى قياس وتحليل مؤشرات التداول لسوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن قياس وتحليل أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مؤشرات التداول لسوق العراق للأوراق المالية. أجرى البحث على تحليل البيانات السنوية لمؤشرات التداول الرئيسية لسوق العراق للأوراق المالية ومؤشرات التداول الرئيسية لغير العراقيين للمدة من (٢٠٠٧-٢٠١٣). وتوصل البحث إلى مجموعة استنتاجات من أهمها، أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي وجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين مؤشرات التداول الرئيسية لغير العراقيين، ومؤشرات التداول الرئيسية في السوق نستنتج من ذلك أن للاستثمار الأجنبي غير المباشر دوراً إيجابياً مهماً في حركة تداول الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية مما يستدعي تعزيز حجم هذه الاستثمارات مستقبلاً.

وركزت دراسة (مصطفى، ٢٠١٥) على موقف المشرع العراقي من موضوع السماح للمستثمر الأجنبي (شركة أم فرد) بالاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية وبالتحديد بالأسهم، أي منحه حق الإدراج في سوق الأوراق المالية وبالتحديد في سوق تداول الأوراق المالية بالسوق الثانوية ومن ثم منحه حق التداول بالأسهم المقيدة فيهن بيعاً وشراءً.

تبحث دراسة (Waqas el at، ٢٠١٥) العلاقة بين عوامل الاقتصاد الكلي وتقلب الاستثمار في المحافظ الأجنبية في دول جنوب آسيا. بالتطبيق على البيانات الشهرية للفترة التي تتراوح من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٢ لأربع دول آسيوية، مثل الصين والهند وباكستان وسري لانكا. لقياس التقلب في استثمارات المحافظ الأجنبية، يتم استخدام نموذج GARCH لأن الصدمات تستجيب بسرعة بواسطة هذا النموذج. تكشف النتائج عن وجود علاقة مهمة بين عوامل الاقتصاد الكلي وتقلب الاستثمار في المحافظ

الأجنبية. وبالتالي، فإن التقلبات الأقل في تدفقات الحافظة الدولية ترتبط بارتفاع معدل الفائدة، وانخفاض قيمة العملة، والاستثمار الأجنبي المباشر، وانخفاض التضخم، وارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للبلد المضيف. وهكذا تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن مستثمري المحافظ الأجنبية يركزون على بيئة الاقتصاد الكلي المستقرة في البلاد.

وقامت دراسة (الجنابي، وعيساوي، ٢٠١٧) بتناول دور لاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال تحليل بعض المؤشرات الأجنبية المتداولة في السوق المالية العراقية وبيان أثرها بمؤشرات السوق الرئيسية وتوصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات إلا أن أكثرها أهمية هي إثبات نتائج تقدير النماذج القياسية وأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتمثل بصافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الأجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية المتمثلة بمؤشر أسعار الأهم وحجم التداول والقيمة السوقية.

كذلك هدفت دراسة (بوعبدالله، وبوقصبة، ٢٠١٧) إلى استكشاف محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة النتائج بدراسات سابقة، وطبقنا نموذج الانحدار المتعدد لمدة ٢٢ سنة أي بيانات تتراوح بين ١٩٩٤ و٢٠١٥، وتشير النتائج إلى تطابق في النتائج تقريبا مع الدراسات السابقة، وتوصلنا إلى أن لجذب الاستثمار الأجنبي في الأردن يجب المحافظة على نمو الناتج المحلي الإجمالي واستقرار سعر الصرف وأيضا تخفيض قيمة الدين الخارجية.

بينما هدفت دراسة (Jain et al، ٢٠١٧) إلى استكشاف أثر الفساد على تدفق استثمارات المحافظ الأجنبية خلال الفترة من ٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠٠٨ وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٩ دولة، وتشير النتائج إلى للفساد تأثيرات كبيرة على الأسواق المالية للدولة من خلال تأثيره السلبي على الاستثمار في المحافظ الأجنبية (FPI). ومع ذلك، فإن آثار الفساد على FPI غير خطية وعكسية على شكل حرف ل، مع مستويات وسيطة من الفساد ينتج عنها التأثيرات الأكثر سلبية. إن الدول الشفافة للغاية،

حيث يوجد "مجال متكافئ" بين المستثمرين الأجانب والمحليين بسبب نقص المعلومات غير المتكافئة المتعلقة بالفساد، تجذب أكبر قدر من الاستثمار الأجنبي. ومع ذلك، على الهامش، تجتذب الدول الفاسدة للغاية استثمارات أكثر من الدول الفاسدة بشكل معتدل لأن "ساحة اللعب الضارة" في البلدان السابقة قد تضع الأجانب والسكان المحليين على قدم المساواة من حيث حل مشاكل المعلومات غير المتكافئة. يتوافق هذا النمط غير الخطي مع رغبة المستثمرين الأجانب في التداول في الأسواق التي لا يكونون فيها في وضع غير مؤاتٍ للمعلومات.

هدفت دراسة (عبد الوهاب، ٢٠١٧) إلى الكشف عن محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤ وذلك من خلال دراسة قياسية. وأشار إلى الدراسات التطبيقية السابقة حول محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وإلى أن العوامل المؤثرة على تدفقات رؤوس الأموال الدولية تنقسم إلى عوامل جذب وطرد. وأوضح البحث أن عوامل الجذب تشمل العوامل الخاصة باقتصادات الدول الناشئة والمؤسسات والأسواق المالية، وزيادة الإنتاج نحو الخصخصة، أما عوامل الدفع أو الطرد فقد تمثلت في العوامل الخارجية والتي تكون خارج سيطرة الدولة وتعكس الأحوال في أسواق التمويل الدولية مثل أسعار الفائدة في الاقتصادات الرئيسية. كما بين البحث أن نتائج الدراسات التطبيقية تختلف بالنسبة لأهمية عوامل الجذب والطرد كمحددات لتدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة، كما أن أهمية العوامل الداخلية والخارجية تختلف عبر الزمن. وتوصلت النتائج البحث إلى أن النمو العالمي يؤثر بشكل كبير في تقليل تقلبات المكونات المختلفة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولم يتم التوصل إلى تأثير حاسم لسعر الفائدة على أدون الخزنة الأمريكية. كما توصل البحث إلى أن أغلب الدول عينة البحث تشهد زيادة في عجز الموازنة.

تناولت دراسة (قمومية، ٢٠١٧) أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية - على اختلاف أشكالها - على النمو الاقتصادي في الجزائر، وباستخدام بيانات الفترة الممتدة من

١٩٩٠ إلى غاية ٢٠١١، تم قياس العلاقة الانحدارية بين المتغير المستقل "هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية" والمتغير التابع "النمو الاقتصادي"، ووجد من نتائج الدراسة أن التغيرات الحاصلة في هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تؤثر على نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة المدروسة، حيث تؤثر تدفقات المعونات الأجنبية الحالية إيجاباً على النمو الاقتصادي الحالي، كما يؤثر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وكذا تدفق القروض الخارجية والمعونات الأجنبية المتأخر بسنة إيجاباً، إيجاباً وسلباً على النمو الاقتصادي الحالي على التوالي، ويؤثر تدفق القروض الخارجية المتأخرة بسنتين على النمو الاقتصادي الحالي.

بينما قامت دراسة (كمال، ٢٠١٩) بالتركيز على أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٠ إلى ٢٠١٦، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن التغيرات في هيكل تدفقات رأس المال الأجنبي لها تأثير ضعيف على نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر.

دراسة (Ordu-Akkaya & Soytaş، ٢٠٢٠) قامت باستخدام بيانات الخزنة الدولية لرأس المال من قبل وزارة الخزنة الأمريكية كوكيل للاستثمار المؤسسي، قام الباحثين بالتحقيق في دور استثمارات المحافظ الأجنبي في زيادة الارتباط بين اسواق السلع وأسواق الأسهم. وذلك بالتطبيق على البلدان المتقدمة (مجموعة G7) والبلدان الناشئة (أعلى ١٠ اسواق ناشئة)، وتشير النتائج إلى أن انتشار التقلبات يزداد بشكل كبير خلال حلقة ما بعد التحول المالي *the post-financialization episode*. علاوة على ذلك، فإن تأثير الاستثمار المحافظ الأجنبية على الارتباط بين أسواق السلع وأسواق الأسهم إيجابي بالنسبة لـ ١٤ دولة من أصل ١٦ دولة، في حين يتم التحكم في دورة الأعمال ومؤشر تقلبات الاسواق VIX وهامش الأجل *term spread*. لذلك، دعماً لظاهرة التحول المالي، نجد أنه كلما ارتفعت استثمارات المحفظة الأجنبية، زادت الامتداد اي الارتباط بين السلع وأسواق الأسهم.

قامت دراسة (Gupta & Ahmed, ٢٠٢٠) بتحديد المحددات المحتملة لتدفقات المحافظ الأجنبية إلى سوق السندات الهندية على المدى القصير وعلى المدى الطويل باستخدام نموذج (ARDL) autoregressive distributed lag الانحدار الذاتي المتأخر بالتطبيق على البيانات الشهرية خلال الفترة من يناير ٢٠٠٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٦ وذلك بتحليل مجموعة من عناصر الجذب وعناصر الدفع والتي تتضمن النمو الاقتصادي، إداء البورصة، فرق سعر الفائدة وتقلبات سعر الصرف بالإضافة إلى الازمة المالية العالمية والسياسات المالية غير التقليدية كمتغيرات حاكمة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي في عناصر الجذب مثل فرق سعر الفائدة بالسوق الهندي، كذلك بالنسبة لكل من النمو الاقتصادي وتقلبات سعر الصرف والذي اتضح وجود تأثير معنوي لكل منهما على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأخيرا اتضح أيضا من الدراسة أن الأزمة المالية العالمية ممكن أن تتسبب في تسارع في خروج استثمارات المحافظ الأجنبية من الهند.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بالنواحي التالية:

١. إهتمت غالبية الدراسات السابقة بالعلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وإداء الأسواق المالية دون التطرق إلى محددات تدفقات الاستثمار غير المباشر، وتلك التي تناولت محددات تلك الاستثمارات اقتصررت على دولة واحدة مما يحد من قدرة الدراسة على التوصل الى نتائج يمكن تعميمها على الدول العربية مجتمعة.
٢. لا توجد دراسات سابقة قامت بدراسة المحددات الاقتصادية لتدفقات المحافظ الأجنبية بالتطبيق على ١١ دول عربية خلال الفترة ٢٠١١ وحتى ٢٠١٨.

## رابعاً: فروض البحث

يقوم البحث على اختبار مدي صحة الفروض التالية:

١. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لعجز الموازنة العامة على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٢. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفجوة الموارد المحلية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٣. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمخاطر السياسية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٤. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم المحلي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٥. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفائض (عجز) الميزان الجاري على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٦. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.
٧. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لسعر النفط على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.

٨. لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم العالمي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة.

#### خامساً: أهداف البحث وأهميته

يهدف البحث إلى التوصل لمحددات تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية من خلال الإجابة على تساؤلات المشكلة البحثية والتي تتمثل في الفروض محل الدراسة.

وترجع أهمية البحث في سد الفجوة البحثية محل مشكلة البحث عن طريق توسيع نطاق الدراسات الحالية حول محددات تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية والتي تعد من المصادر الهامة التي تعتمد عليها تلك الدول لتمويل فجوة الموارد المحلية وعجز الموازنة وضعف المدخرات المحلية في بعضها.

## سادساً: متغيرات البحث

يوضح الجدول التالي المتغيرات المستخدمة في البحث ورموزها وكيفية قياسها، ووحدة القياس المستخدمة، ومصادرها:

جدول رقم (١): متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	العلاقة	كيفية القياس	وحدة القياس	المصدر
استثمارات المحافظ الأجنبية	FPI	متغير تابع	قيمة تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية	مليار دولار	معهد التمويل الدولي
المخاطر السياسية	EIUPR	متغير مستقل	المؤشر المركب للمخاطر السياسية الصادر عن وحدة الاستخبارات الاقتصادية التابعة لمجلة الاقتصادي البريطانية The Economist	٠ - ١٠٠ حيث (٠) الأقل مخاطر (١٠٠) الأعلى مخاطرة	وكالة بلومبرج للبيانات الاقتصادية
عجز الموازنة العامة	FB	متغير مستقل	نسبة عجز الموازنة العامة الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق	نسبة مئوية (%)	صندوق النقد الدولي
فجوة الموارد المحلية	DRG	متغير مستقل	قيمة الاستثمارات المحلية مطروحا منها قيمة المدخرات المحلية كنسبة للناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق	نسبة مئوية (%)	قاعدة بيانات تقرير الافاق الاقتصادية
معدل التضخم المحلي	DINF	متغير مستقل	معدل التغير في متوسط مؤشر التضخم السنوي لمؤشر الأسعار العام للمستهلكين	نسبة مئوية (%)	قاعدة بيانات تقرير الافاق الاقتصادية



الميزان الجاري	CA	متغير مستقل	فائض (عجز) الميزان الجاري كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق	نسبة مئوية (%)
معدل نمو الناتج المحلي	GDPGR	متغير مستقل	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق.	نسبة مئوية (%)
أسعار النفط	OILP	متغير مستقل	المؤشر المركب القياسي لأسعار النفط لخام غرب تكساس وخام برنت وسله الخامات العربية	نقطة (حيث تم تأسيس المؤشر بأساس مئة نقطة لأسعار ٢٠٠٥)
معدل التضخم العالمي	GINF	متغير مستقل	معدل التغير في متوسط مؤشر التضخم السنوي لمؤشر الأسعار العام للمستهلكين	نسبة مئوية (%)

هذا وقد اعتمد الباحث على مشاهدات سنوية لتلك المتغيرات للدول محل الدراسة.

### سابعاً: اختبار فروض البحث

يتناول الباحث في هذا الجزء إختبار فروض الدراسة، ويشمل مجتمع البحث جميع الدول العربية بإقليم شمال افريقيا والشرق الأوسط وهي (تتضمن الدول العربية كل من: لبنان، مصر، الأردن، المغرب، تونس، السودان، السعودية، الإمارات، قطر، عمان، الكويت، البحرين، الجزائر، العراق، سوريا، اليمن) إلا ان الباحث أستبعد كل من (السودان، العراق، اليمن، الجزائر، سوريا) وذلك نظراً لعدم تواجده البيانات عن فترة الدراسة أو لعدم حصول تلك الدول على أي تدفقات محافظ أجنبية خلال تلك الفترة، وعليه تصبح عينة الدراسة (لبنان، مصر، الأردن، المغرب، تونس، السعودية، الإمارات، قطر، عمان، الكويت، البحرين). وعددها ١١ دولة، خلال الفترة من ٢٠١١ حتى عام ٢٠١٨، وقد حدد الباحث تلك الفترة للتأكد من توافر البيانات لها لجميع الدول محل الدراسة.

أولاً الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

قد قام الباحث بإجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، ويوضح الجدول التالي رقم (٢) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والحددين الأدنى والأقصى لتلك المتغيرات:

## جدول (٢): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الوسيط الحسابي	التباين	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى
FPI	88	2.697	32.278	5.681	-5.025	22.836
FB	88	-2.346	129.233	11.368	-21.309	34.114
DRG	88	6.606	393.948	19.848	-19.151	60.329
EIUPR	88	55.961	158.617	12.594	31.000	85.000
DINF	88	3.282	18.012	4.244	-3.402	29.764
CA	88	0.944	268.204	16.377	-28.171	45.462
GDP_GR	88	3.151	6.923	2.631	-2.530	13.375
OILP	88	178.351	3171.118	56.313	100.000	233.343
WINF	88	3.444	0.412	0.641	2.856	4.747

ثانياً الإحصاء التحليل لاختبار صحة فروض الدراسة:

استخدم الباحث عدة اختبارات ونماذج الاقتصاد القياسي للتحقق من صحة أو عدم صحة الفروض الرئيسية محل الدراسة وهي:

١. نموذج إرتباط بيرسون بغرض التعرف على مدى قوة أو ضعف العلاقة بين متغيرات الدراسة.

٢. نموذج تحليل الانحدار المتعدد للبيانات الجدولية للتحقق من فروض الدراسة الأساسية وتقدير المعالم الإحصائية المطلوبة لحساب القيم التنبؤية للمتغير التابع والتوصل لمدي معنويتها وقدرتها على تفسير التغير في المتغير التابع.

٣. نموذج تحليل الانحدار الرصين لمعالجة تأثير القيمة الشاذة والقيمة المتطرفة وذلك نظراً لأن بعض تغيرات الدراسة تعاني من وجود قيمة شاذة ومتطرفة Outliers وذلك للتحقق من معنوية العلاقات التي توصل إليها نموذج الانحدار المتعدد للبيانات الجدولية.

ويوضح الجدول التالي نتيجة إختبار إرتباط بيرسون بين استثمارات المحافظ الأجنبية وكلّ من المتغيرات التابعة.

جدول (3): مصفوفة الارتباط وفقاً لنتائج معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

المتغير	FPI	FB	DRG	EIUPR	DINF	CA	GDP_GR	OILP	WINF
الارتباط معامل	1.000								
قيمة T	-----								
المعنوية P.Value	-----								
الارتباط معامل	-0.097	1.000							
قيمة T	-0.845	-----							
المعنوية P.Value	0.401	-----							
الارتباط معامل	-0.019	0.769	1.000						
قيمة T	-0.167	10.418	-----						
المعنوية P.Value	0.868	0.000	-----						
الارتباط معامل	-0.256	-0.415	-0.551	1.000					
قيمة T	-2.294	-3.945	-5.712	-----					
المعنوية P.Value	0.025	0.000	0.000	-----					
الارتباط معامل	0.028	-0.129	-0.132	0.357	1.000				
قيمة T	0.244	-1.124	-1.151	3.313	-----				
المعنوية P.Value	0.808	0.265	0.253	0.001	-----				
الارتباط معامل	0.012	0.848	0.797	-0.640	-0.076	1.000			
قيمة T	0.103	13.853	11.428	-7.213	-0.660	-----			
المعنوية P.Value	0.919	0.000	0.000	0.000	0.511	-----			
الارتباط معامل	-0.177	0.311	0.382	-0.280	0.056	0.453	1.000		
قيمة T	-1.560	2.832	3.574	-2.522	0.482	4.406	-----		
المعنوية P.Value	0.123	0.006	0.001	0.014	0.631	0.000	-----		
الارتباط معامل	-0.336	0.403	0.267	-0.012	0.010	0.374	0.342	1.000	
قيمة T	-3.092	3.808	2.402	-0.105	0.088	3.496	3.153	-----	
المعنوية P.Value	0.003	0.000	0.019	0.916	0.930	0.001	0.002	-----	
الارتباط معامل	-0.186	0.262	0.173	-0.057	0.062	0.252	0.309	0.594	1.000
قيمة T	-1.638	2.354	1.520	-0.496	0.540	2.258	2.814	6.399	-----
المعنوية P.Value	0.106	0.021	0.133	0.621	0.591	0.027	0.006	0.000	-----

أما عن نتائج إختبار الفروض باستخدام نموذج الإنحدار المتعدد، فقد أشارت النتائج باستخدام برنامج الـ EViews 10 إلى ما يلي:

## جدول (٤): ملخص نتائج نموذج الانحدار المتعدد

FPI					التابع المتغير
وفقاً للنتائج تفسو معنوية لمستوي 5%	قيمة P value	قيمة T	الخطأ المعياري SE	المعامل $\beta$	المستقل المتغير
	0.264	1.128	10.654	12.023	C
سلبي معنوي تأثير	0.034	-2.174	0.190	-0.414	FB
سلبي معنوي تأثير	0.017	-2.470	0.237	-0.586	DRG
سلبي معنوي تأثير	0.032	-2.192	0.079	-0.172	EIUPR
إيجابي معنوي تأثير	0.003	3.102	0.191	0.594	DINF
معنوي تأثير يوجد لا	0.618	0.502	0.209	0.105	CA
معنوي تأثير يوجد لا	0.399	0.850	0.252	0.214	GDP_GR
معنوي تأثير يوجد لا	0.076	-1.806	0.013	-0.024	OILP
معنوي تأثير يوجد لا	0.980	0.026	1.003	0.026	WINF
0.569			R-squared		
0.436			Adjusted R-squared		
4.259			F-statistic		
0.000			Prob(F-statistic)		
1.839			Durbin-Watson stat		
4.940			للبواقي Jarque-Bera		
0.085			للبواقي Probability		

ويتضح من النتائج ثبوت معنوية النموذج ككل وفقاً لإختبار (F)، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.000)، وهي تقل عن مستوى المعنوية المذكور، كما وصلت قيمة معامل التحديد للنموذج إلى ( $R^2 = 0.569$ ) تقريباً، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية للنموذج، حيث أن النموذج يشرح ٥٧٪ تقريباً من التغير في تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية (FPI) والباقي يرجع لعوامل أخرى.

وفيما يلي نتائج اختبار الفروض كل على حدي:

الفرض الأول: يتضح من النتائج ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (FB) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.034)، وهي تقل عن مستوي المعنوية المذكور، وقد بلغت قيمة المعامل = (-0.4)  $\beta$  مما يشير إلى أن كل زيادة بمقدار ١٪ في عجز الموازنة تتسبب في انخفاض بمقدار ٠,٤ ٪ بتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية، وفي ضوء البيانات المتاحة لا يمكن قبول الفرض الأول "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لعجز الموازنة العامة على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة" ونقبل الفرض البديل.

الفرض الثاني: يتضح من النتائج ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (DRG) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.017)، وهي تقل عن مستوي المعنوية المذكور، وقد بلغت قيمة المعامل = (-0.59)  $\beta$  مما يشير إلى أن كل زيادة بمقدار ١٪ في فجوة الموارد المحلية تتسبب في انخفاض بمقدار ٠,٥٩ ٪ بتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية، وفي ضوء البيانات المتاحة لا يمكن قبول الفرض الثاني "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفجوة الموارد المحلية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة" ونقبل الفرض البديل.

الفرض الثالث: يتضح من النتائج ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (EIUPR) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.032)، وهي تقل عن مستوي المعنوية المذكور، وقد بلغت قيمة المعامل = (-0.17)  $\beta$  مما يشير إلى أن كل زيادة بمقدار ١٪ في مؤشر المخاطر السياسية تتسبب في انخفاض بمقدار ٠,١٧ ٪ بتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية، وفي ضوء البيانات المتاحة لا يمكن قبول الفرض الثالث "لا يوجد تأثير معنوي ذو

دلالة إحصائية للمخاطر السياسية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة" ونقبل الفرض البديل.

الفرض الرابع: يتضح من النتائج ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (DINF) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.003)، وهي نقل عن مستوي المعنوية المذكور، وقد بلغت قيمة المعامل = (0.594  $\beta$ ) مما يشير إلى أن كل زيادة بمقدار ١٪ في مؤشر المخاطر السياسية تتسبب في زيادة بمقدار ٠,٥٩ % بتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية، وفي ضوء البيانات المتاحة لا يمكن قبول الفرض الرابع "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم المحلي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة" ونقبل الفرض البديل.

الفرض الخامس: يتضح من النتائج عدم ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (CA) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.618)، وهي أكبر عن مستوي المعنوية المذكور، وعليه نقبل الفرض الخامس "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفائض (عجز) الميزان الجاري على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة".

الفرض السادس: يتضح من النتائج عدم ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (GDPGR) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.399)، وهي أكبر عن مستوي المعنوية المذكور، وعليه نقبل الفرض السادس "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة".

الفرض السابع: يتضح من النتائج عدم ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (OILP) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.076)، وهي أكبر عن مستوي المعنوية المذكور، وعليه نقبل الفرض السابع "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لسعر النفط على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة".

الفرض الثامن: يتضح من النتائج عدم ثبوت معنوية تأثير المتغير المستقل (WINF) وفقاً لإختبار (t)، وذلك عند مستوي معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.980)، وهي أكبر عن مستوي المعنوية المذكور، وعليه نقبل الفرض الثامن "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم العالمي على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية للدول العربية خلال فترة الدراسة".

هذا وتشير نتائج اختبار دارين واتسون إلى عدم وجود مشكلة الانحدار الذاتي، كذلك تشير نتائج Jarque-Bera للبواقي إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

الرسم (٢): توزيع بواقي نموذج الانحدار المتعدد

أما عن نتائج إختبار الفروض باستخدام نموذج الإنحدار الرصين، فقد أشارت النتائج باستخدام برنامج الـ EViews 10 الي ما يلي:

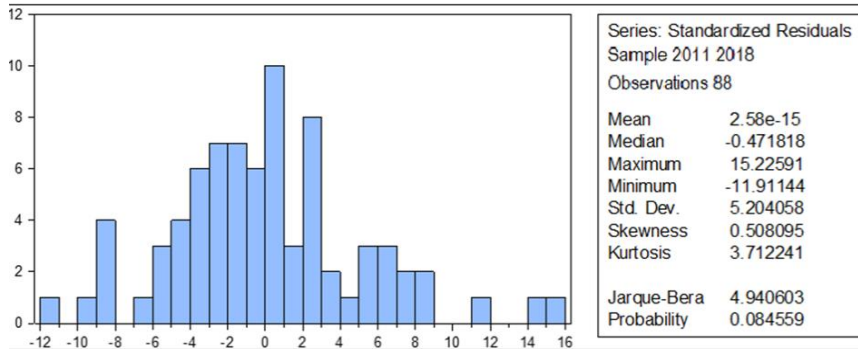
جدول (5): ملخص نتائج نموذج الانحدار الرصين



ويتضح من النتائج ثبوت معنوية النموذج ككل وفقاً لإختبار (Rn-squared stat)، وذلك عند مستوى معنوية (٠.٠٥)، حيث بلغت المعنوية المقابلة لها (Sig = 0.000)، وهي تقل عن مستوى المعنوية المذكور، وفيما نتائج اختبار الفروض كل على حدي أكد النموذج على معنوية تأثير كل من المتغيرين المستقلين (DGR, EIUPR) فجوة

FPI					التابع المتغير
المستقل	المعامل $\beta$	الخطأ المعياري SE	قيمة Z	قيمة P	وفقاً للنتائج تفسر معنوية لمستوي 5%
C	-0.013	1.572	-0.008	0.994	
FB	0.043	0.035	1.222	0.222	معنوي تأثير يوجد لا
DRG	-0.069	0.016	-4.344	0.000	سلب معنوي تأثير
EIUPR	-0.180	0.048	-3.745	0.000	سلب معنوي تأثير
DINF	0.368	0.231	1.594	0.111	معنوي تأثير يوجد لا
CA	0.031	0.030	1.041	0.298	معنوي تأثير يوجد لا
GDP_GR	0.123	0.080	1.530	0.126	معنوي تأثير يوجد لا
OILP	0.002	0.004	0.461	0.645	معنوي تأثير يوجد لا
WINF	-0.434	0.348	-1.245	0.213	معنوي تأثير يوجد لا
R-squared			0.114		
Rw-squared			0.405		
Adjusted R-squared			0.010		
Adjust Rw-squared			0.405		
Prob(Rn-squared stat.)			0.000		

الموارد المحلية والمخاطر السياسية في حين استبعد النموذج تأثير باقي المتغيرات المستقلة مما يشير إلى احتمالية أن يكون تأثير كل من عجز الموازنة العامة ومعدل



التضخم المحلي نتيجة لوجود قيمة شاذة ومتطرفة وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليهما للتنبؤ بقيمة تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية.

وعليه توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي سلبي لكل من فجوة الموارد المحلية، والمخاطر السياسية على تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١١ وحتى عام ٢٠١٨.

### ثامناً: التوصيات

في ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج يوصي بما يلي:

١. يوصي الباحث متخذي القرار في الدول محل الدراسة بالقيام على بذل المزيد من الجهود للحد من المخاطر السياسية ومنها على سبيل الذكر:

- تدعيم مؤسسات الدولة السياسية
- الاستثمار في البيئة المجتمعية ونظم التضامن الاجتماعي
- وضع المزيد من قواعد الشفافية ونشر المعلومات لا سيما الحكومية
- العمل على استقرار السياسات الاقتصادية والمالية والتشريعية والتنظيمية خصوصاً خلال الازمات على أن يعتمد تغيير تلك السياسات إلى إطار يتسم بالشفافية والافصاح عن التغيير مع وضع إطار زمني للتغيرات تلك السياسات بما يتوافق مع التأثير المتوقع لها على بيئة الأعمال.

٢. يوصي البنوك المركزية بتلك الدول بالعمل على تحفيز الادخار المحلي وكذلك إيجاد وسائل ادخار غير تقليدية من خلال مؤسسات النظام المالي غير المصرفي لتحفيز صغار المدخرين وتحقيق الشمول المالي مما يحد من فجوة الموارد المحلية بالنسبة للدول التي تعاني من عجز في فجوة الموارد، وبالنسبة للدول التي لديها فائض يوصي الباحث تلك الدول بتطوير البيئة الاستثمارية خصوصاً في القطاعات ذات القدرة على توليد قيمة مضافة تساهم في التنمية

الاقتصادية والحد من الاعتماد على الموارد الطبيعية وخصوصاً النفط لتحقيق النمو الاقتصادي.

٣. يوصي الباحث الدول محل الدراسة بمحاولة السيطرة على عجز الموازنات العامة والذي بلغ بالنسبة لبعض الدول لنسبة ٢١٪ من الناتج المحلي الإجمالي وهي نسبة تعتبر كبيرة جداً مما يزيد من المخاطر السيادية لتلك الدول وقد يتسبب في عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها خصوصاً تلك بالعملات الأجنبية، تلك المخاطر التي يمكن أن يكون لها أثر سلبي على رغبة المستثمرين بتوجيه استثماراتهم بأصول تلك الدول.

### تاسعاً: الأبحاث المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه الباحث خلال القيام بتحليل الدراسات السابقة وفي ضوء ما توصل إليه من نتائج يري الباحث أنه من الممكن تنفيذ الأبحاث التالية مستقبلياً:

١. أثر السياسة المالية على تدفقات رؤوس الأموال بالدول العربية دراسة مقارنة بين الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.
٢. أثر تدفقات المحافظ الأجنبية على مديونية الدول العربية.
٣. أثر تدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على المخاطر الخارجية للدول العربية دراسة مقارنة بين الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.

## عاشراً: المراجع المستخدمة

## أولاً المراجع العربية:

بسيوني، إيمان يوسف عبد الهادي. (٢٠١٠). تجربة الاقتصاد المصري في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خلال الفترة (1975 - 2007) المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية: جامعة حلوان - كلية التجارة وإدارة الاعمال، ٣ع، ٣٦٩ - ٤٠٥.

بوعبدالله، على، وشريف بوقصبة. "المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية: دراسة حالة بورصة عمان - الأردن ١٩٩٤-٢٠١٥". مجلة العلوم الانسانية: جامعة محمد خيضر بسكرة ع٤٧ (٢٠١٧): ١١٩ - ١٤٦.

ذنون، مروان عبد المالك. (٢٠٠٩). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على فجوتي الموارد المحلية والأجنبية في تركيا ١٩٧٠-٢٠٠٦. تنمية الرافدين، ٣١(٩٤)، ١٣١-١٤٦.

عبد العال، علا عادل علي. "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية". مجلة بحوث اقتصادية عربية: الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية مج ٢٠، ع ٦٣، ٦٤ (٢٠١٣): ٧٤ - ٩٤.

عبد الفضيل، سيد إبراهيم. (٢٠٠٦). أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصري في ظل عولمة الاسواق الصاعدة . مجلة مصر المعاصرة: الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، مج ٩٧، ع ٤٨٣، ٣٤٥ - 385.

عبد الوهاب، أماني محمد. (٢٠١٧). سياسات إدارة التدفقات المالية الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة. **المجلة المصرية للتنمية والتخطيط: معهد التخطيط القومي**، مج ٢٥، ١٤.

عبد الوهاب، أماني محمد. (٢٠١٧). محدّدات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠١٤: دراسة قياسية. **المجلة المصرية للتنمية والتخطيط: معهد التخطيط القومي**، مج ٢٥، ٢٤، ٤٦ - ٧٤.

عبدالله، محمد خيرى توفيق حامد الشيخ وأرشيد، عبد المعطي رضا. "أثر مخاطر الدولة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر: حالة الأردن - دراسة تحليلية للفترة ١٩٩٦ - ٢٠٠٦ م." **مجلة دراسات مصرفية ومالية: أكاديمية السودان للعلوم المصرفية والمالية - مركز البحوث والنشر والاستشارات** ع ١٣ (٢٠٠٩): ٧ - ٣٨. قومية، سفيان. (٢٠١٧). أثر هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠ - ٢٠١١. **مجلة الاقتصاد والمالية: جامعة حسيبة بن على الشلف - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير**، مج ٣، ٢٤، ٢٢ - ٣٧.

كمال، باصور، وبوشنافة، الصادق. (٢٠١٩). دراسة تحليلية لأثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٦. **مجلة البشائر الاقتصادية: جامعة طاهري محمد، بشار - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير**، مج ٥، ٢٤، ٢٣٠ - ٢٤٨.

لطفي، أمين السيد أحمد، (٢٠٠٧) "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية.

محمد، أياد طاهر، وأحمد، صلاح حسن، (٢٠١٣)، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، **مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية**.

مصطفى، سميرة عبد الله. (٢٠١٥). الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية العراقي: دراسة مقارنة. مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية: جامعة كركوك - كلية القانون والعلوم السياسية، مج ٤، ع ١٥٤، ٧٤٧ - ٨١٧.

يعقوب، ماهر جلال & محمد، فيان طه. (٢٠١٣). قياس وتحليل أثر بعض العوامل الاقتصادية في التدفقات الدولية لرؤوس الأموال دراسة تطبيقية لبعض بلدان شرق آسيا للمدة ١٩٩١-٢٠٠٧. تنمية الرافدين، ٣٥ (١١٣)، ٩-٣٧.

ثانياً المراجع الأجنبية:

- Baek, I. M. (2006). Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economics*, 17(2), 363-373.
- Foreign Portfolio and Direct ) 2002 ( Evans, Kimberly Investment Complementarity Differences and Integration", *International Economist, Office of International Investment, US., Department of the Treasury, Shanghai.*
- Gupta, K., & Ahmed, S. (2020). Determinants of foreign portfolio flows to Indian debt market. *Journal of Indian Business Research*.
- Jain, P. K., Kuvvet, E., & Pagano, M. S. (2017). Corruption's impact on foreign portfolio investment. *International Business Review*, 26(1), 23-35.
- Ordu-Akkaya, B. M., & Soytaş, U. (2020). Does foreign portfolio investment strengthen stock-commodity markets connection? *Resources Policy*, 65, 101536.
- Waqas, Y., Hashmi, S. H., & Nazir, M. I. (2015). Macroeconomic factors and foreign portfolio investment volatility: A case of South Asian countries. *Future Business Journal*, 1(1-2), 65-74.