

# أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأردن

قحطان عبد سعيد السامرائي  
أستاذ دكتور- جامعة عمان العربية- الأردن  
Kahtan@aau.edu.jo

عُلا فايز علي أبورحمة  
جامعة عمان العربية- الأردن

قبول البحث: ٢٠٢١/٢/١٦

مراجعة البحث: ٢٠٢١/٢/١

استلام البحث: ٢٠٢٠/١٢/٩

DOI: <https://doi.org/10.31559/GJEB2021.10.1.1>



## أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأردن

عُلا فايز علي أبورحمة

جامعة عمان العربية- الأردن

قحطان عبد سعيد السامرائي

أستاذ دكتور- جامعة عمان العربية- الأردن

Kahtan@aau.edu.jo

استلام البحث: ٢٠٢٠/١٢/٩ مراجعة البحث: ٢٠٢١/٢/١ قبول البحث: ٢٠٢١/٢/١٦ DOI: <https://doi.org/10.31559/GJEB2021.10.1.1>

### الملخص:

هدفت هذه الدراسة لبيان أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأردن. ولتحقيق هدف الدراسة واختبار فرضياتها تم الاستناد على التقارير السنوية للبنك المركزي المنشورة وتقارير بورصة عمان للأوراق المالية والنشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق العربية للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٨). وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، بالإضافة إلى اختبار سكون السلاسل الزمنية ومعامل الارتباط الخطي. حيث تم قياس السياسة النقدية من خلال (سعر إعادة الخصم وسياسة السوق المفتوحة) كمتغير مستقل والاستثمار الأجنبي (المباشر وغير المباشر) كمتغير تابع. وذلك باستخدام برمجيات (11) STATA، EVIEWS لتحليل الفرضيات واختبارها.

وتوصل الباحثان لعدد من النتائج أهمها: وجود أثر إيجابي ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) للسياسة النقدية بمتغيرها سعر إعادة الخصم على كلٍ من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر. وعدم وجود أثر ذي دلالة احصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) للسياسة النقدية بمتغيرها سياسة السوق المفتوحة على كلٍ من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية؛ الاستثمار الأجنبي المباشر؛ الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

### المقدمة:

شهد العالم في السنوات الأخيرة من تسعينيات القرن السابق تغيرات عديدة في الجانب الاستثماري والاقتصادي، حيث أدى بروز أفكار العولمة بمختلف جوانبها إلى ترابط معظم الدول مع بعضها البعض، وفتح الأسواق وحدًا من القيود التي كانت مفروضة على حركة السلع ورؤوس الأموال دولياً. كما اتسع وامتدّ التبادل التجاري والاستثماري بين الدول، وذلك بسبب اختلال موازين المدفوعات التي كانت تعاني منها معظم الدول، وتدني معدلات الادخار والاستثمار المحلي وانخفاض معدلات نمو الناتج المحلي، مما أدى إلى جذب الاستثمار الأجنبي، بنوعيه المباشر وغير المباشر إلى الأردن وهو موضوع البحث في هذه الدراسة.

ويعد الاستثمار الأجنبي أحد أهم العناصر الأساسية لتحقيق النمو الاقتصادي للعديد من الدول الناشئة، رغم بعض الآثار السلبية التي قد يتركها، حيث ساهم في تحقيق بعض المزايا للدولة المضيفة لهذه الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة، من تطوير في التكنولوجيا المستعملة لأساليب الإنتاج وزيادة صادراتها، والتطوير من القدرات الإنتاجية لها والتخفيف أيضاً من البطالة من خلال إتاحة فرص العمل بواسطة هذه الاستثمارات، لذلك سعت الدول إلى ترغيب الاستثمار الأجنبي وخاصة للشركات العالمية.

ومن هنا يأتي دور الدولة المستقبلية لهذه الاستثمارات الأجنبية بضرورة أن تستخدم بعض الإجراءات والسياسات الاقتصادية وبالأخص السياسة النقدية، لذلك فإنها تمارس دوراً مهماً في جذب الإستثمارات الأجنبية وذلك من خلال الاستخدام الأمثل لأدواتها، حيث تختلف السياسة النقدية باختلاف الأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في الدولة.

وتأتي هذه الدراسة لتبحث جانباً هاماً من المعطيات الاقتصادية من خلال استقصاء الأثر الناتج عن السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي إلى الأردن. لذلك فإن الباحثين عمداً إلى دراسة هذا الأثر من خلال النظر إلى الواقع المالي في بورصة عمان والإطلاع على حجم الإستثمارات المدرجة في بيانات البنك المركزي الأردني للأعوام (٢٠٠٩-٢٠١٨).

#### مشكلة الدراسة:

تختلف معظم الدول في التعامل بأدوات السياسة النقدية الكمية، حيث تستخدم هذه الأدوات من قبل السلطة النقدية بدافع السيطرة على معروضها النقدي لتحقيق التوازن النقدي ومن ثم التوازن الاقتصادي، ولكن الاستخدام غير السليم لهذه الأدوات مثل ارتفاع الضرائب وأسعار الفائدة وأيضاً زيادة أسعار الصرف أدت إلى تدني وهروب الاستثمارات الأجنبية من الدولة. يكمن الغرض من هذه الدراسة في الكشف عن تأثير أدوات السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن.

#### عناصر مشكلة الدراسة:

ولتحقيق ذلك الغرض تحاول الدراسة الإجابة عن التساؤلات التالية:

#### السؤال الرئيسي:

• هل يوجد أثر للسياسة النقدية (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي (المباشر وغير المباشر) إلى الأردن؟ والذي تتفرع منه الأسئلة التالية:

#### • السؤال الفرعي الأول:

هل يوجد أثر للسياسة النقدية (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن؟

#### • السؤال الفرعي الثاني:

هل يوجد أثر للسياسة النقدية (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن؟

#### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في جانبين:

#### الأهمية النظرية/العلمية:

تعتبر إمكانات العمل بأدوات السياسة النقدية إحدى أهم مرتكزات التنمية الاقتصادية لتشجيع الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في الدولة، وستعمل هذه الدراسة على جذب انتباه الباحثين الاقتصاديين والأكاديميين والحكومات والمكاتب والمنتديات والمهتمين في هذا المجال بمحاولة تقديم إضافات ذات قيمة معرفية. وأنه حسب علم الباحثين ومن خلال الرجوع إلى المراجع المهمة بهذا الموضوع، فإن هذه من الدراسات القليلة التي تبحث في أثر السياسة النقدية على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن خلال هذه الفترة، على الرغم من أهميتها في تطوير الاقتصاد الأردني.

#### الأهمية العملية:

تساهم هذه الدراسة في مساعدة الباحثين الاقتصاديين والسلطة النقدية في الدولة على معرفة المحددات لأدوات السياسة النقدية والتي تؤثر سلباً على تشجيع وتدفق الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن، كما وستجذب هذه الدراسة انتباههم إلى العوائد التي سوف تعود عليهم من تدفق الإستثمارات الأجنبية للدولة وارتفاع القوة الشرائية لعملة من خلال زيادة الصادرات والواردات، وغيرها من الفوائد التي قد تعود على الدولة عند تعاملها الصحيح مع أدوات السياسة النقدية.

#### فرضيات الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على اختبار الفرضيات التي تمت صياغتها استناداً إلى مشكلة الدراسة وأسئلتها.

#### الفرضية الرئيسية:

$H_0 = 0$  لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $(\alpha=0.05)$  للسياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن.

وتتفرع منه الفرضيات الفرعية التالية:

- H0.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) للسياسة النقدية (سعر إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن.
- H0.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) للسياسة النقدية (سعر إعادة الخصم و عمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن.

#### التعريفات الإجرائية:

- **السياسة النقدية:** تعرف السياسة النقدية إجرائياً لأغراض هذه الدراسة على أنها مجموعة الوسائل والإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية وهي البنك المركزي الأردني، وذلك بهدف السيطرة على المعروض النقدي وتحقيق الإستقرار النقدي والنمو الإقتصادي فيها. تم قياس السياسة النقدية من خلال الأدوات التالية:
- ١. **سعر إعادة الخصم:** ويعرف إجرائياً لأغراض هذه الدراسة على أنه معدل الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي الأردني على البنوك التجارية للقروض القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل (المنيف، ٢٠١٧).
- ٢. **عمليات السوق المفتوحة:** وتعرف إجرائياً لأغراض هذه الدراسة بأنها العمليات التي يقوم بها البنك المركزي الأردني بدخوله للسوق المالي من أجل بيع وشراء الأوراق المالية بشكل عام والسندات الحكومية بشكل خاص بهدف التأثير على عرض النقد وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة في الدولة. وسيتم قياسها من خلال بيانات يتم اعتمادها من البنك المركزي الأردني.
- **الإستثمار الأجنبي المباشر:** يتم تعريفه إجرائياً لأغراض الدراسة بقيام أحد المستثمرين الأجانب والمؤسسات المستثمرة غير الأردنية بشراء وامتلاك الأصول الرأسمالية أو المشاركة في تأسيس الإستثمارات الرأسمالية، وبصفة ثابتة تقدر بأكثر من عشرة بالمائة لمشروع معين في الأردن، وتؤهلهم لإدارة المشروع بشكل جزئي أو كلي. ويتم قياسه من خلال متوسط حجم الإستثمار الأجنبي في الأردن (مطر، ١٩٩٩).
- **الإستثمار الأجنبي غير المباشر:** يعرف إجرائياً لأغراض الدراسة على أنه قيام مستثمرين الأجانب بالاستثمار في مختلف الأوراق المالية (كأسهم والسندات) في بورصة عمان، دون اعطائهم الحق في أي من السيطرة أو اتخاذ قرار أو الرقابة على إدارة هذه المشاريع الاستثمارية، في حين يكون لهم الحق في حصولهم على عائد مقابل استثمارهم المالي، بحيث لا تزيد نسبة الحيازة والتملك التي يمتلكها المستثمر في الشركة أو الهيئة أو المنشأة عن ١٠٪ من مجموع أصول الشركة. ويتم قياسه من خلال النظر على الواقع المدرج في بورصة عمان من هذه الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة (Atobrah, 2015).

#### حدود الدراسة ومحدداتها (Limitations and Delimitations of the Study):

- تقتصر هذه الدراسة على محاولة معرفة أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي إلى الأردن من عام ٢٠٠٩ إلى عام ٢٠١٨ وذلك لتوضيح وتحقيق أغراض الدراسة.
١. **الحدود المكانية:** تقتصر هذه الدراسة على الإقتصاد الأردني وبيانات البنك المركزي الأردني.
  ٢. **الحدود الزمنية:** يتم إجراء هذه الدراسة على الفترة ما بين (٢٠٠٨-٢٠١٩).
  ٣. **الحدود العلمية:** تقوم هذه الدراسة بالبحث عن أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة) على تدفق الإستثمار الأجنبي إلى الأردن، والتي ستقتصر على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

#### محددات الدراسة:

من الصعوبات التي واجهت الباحثة أثناء القيام بجمع المعلومات قلة المراجع المتوفرة، حيث انحصرت في النشرات الدورية للبنك المركزي والتقارير السنوية لبورصة عمان، كما واجهت الباحثة صعوبات عدم توفر بعض البيانات في عدد من سنوات الدراسة. وهي غير متوفرة في المراجع الأخرى كمصادر معلومات اقتصادية ومالية موثوقة.

#### الدراسات السابقة:

##### أولاً: الدراسات باللغة العربية:

- سليمان (٢٠١٧)، أثر التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن: هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن خلال الفترة الزمنية (١٩٨٠-٢٠١٥)، حيث استخدمت الباحثة النموذج القياسي لدراسة استخدام اختبار انجل-جرانجر واختبار كوزوم للاستقرارية، وتوصلت الباحثة سليمان في دراستها إلى مجموعة من النتائج أهمها: وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة ووجود تأثير إيجابي للتدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطيات الأجنبية

في الأردن والزيادة في التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر في مقدار وحدة واحدة من الناتج المحلي الإجمالي، والتي تؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية بمقدار (٠,٨٩)، من نسبة الناتج المحلي الإجمالي، وبناء على هذه النتائج توصلت الباحثة إلى مجموعة من التوصيات أبرزها: ضرورة العمل على زيادة الاحتياطيات الأجنبية من خلال العمل على تحسين البنية التحتية والهوض بالسياسات والإجراءات التي تزيد من تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الأردن، الذي يعمل على زيادة الاحتياطيات الأجنبية. وتمت الاستفادة من دراسة سليمان (٢٠١٧) بمعرفة نماذج من الاختبارات التي سوف تساعد في عملية القياس والتحليل للدراسة القائمة، وتختلف عن الدراسة الحالية التي تقيس أثر السياسة النقدية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

• عيساوي (٢٠١٧). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية: هدفت الدراسة لمعرفة ماهية الاستثمار الأجنبي غير المباشر وتركيز الضوء على دور سوق العراق للأوراق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، ومعرفة أهم المزايا والمخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات غير المباشرة. استخدم الباحث المنهج التحليلي الإحصائي والقياسي بالاعتماد على بعض المؤشرات الأجنبية على أداء السوق خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠٠٧). حيث توصل الباحث لمجموعة من النتائج من أهمها: وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، وتمثل سوق الأوراق المالية أهم القنوات الرئيسية لجذب المدخرات المحلية والأجنبية، يساهم العمل في نظام التداول الإلكتروني في سوق العراق للأوراق المالية عام ٢٠٠٩ بشكل واسع وفعال في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر والذي بدوره يعتبر أداة استقطاب للاستثمار الأجنبي غير المباشر مما يزيد الإقبال على التداول، تؤدي الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وقصيرة الأجل إلى عدم استقرار اقتصادي للدولة المضيفة وذلك لخروج المستثمر الأجنبي بشكل مفاجئ، كما يوجد للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة دوراً هاماً في تفعيل مؤشرات السوق. هذا وقد اوصت الدراسة بعدة توصيات من أبرزها: توفير سوق الأوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية لجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة والعمل على الزام الشركات المدرجة في البورصة على كشف واقع أداؤها وضرورة تحسين مستوى الإفصاح والشفافية عن المعلومات والعمل أيضاً على تطوير التنظيمات والقوانين للاستثمار الأجنبي غير المباشر وتميزها بالشفافية والوضوح وتطوير الهيئات الاستثمارية. ما يستفاد من دراسة عيساوي (٢٠١٧) التعرف على مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر، كما ونختلف الدراسات عن الدراسة الحالية بعدم قياس أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

• منتدى الاستراتيجية الأردنية (٢٠١٨)، الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن: هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة التجربة الأردنية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر مع تجارب الاقتصادات المختلفة في المنطقة. ودراسة أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الأردن، حيث يقوم المنتدى من خلال هذه الدراسة تحليل وتقييم تصنيف الأردن كمؤشر للاستثمار المباشر الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وتوصل منتدى (٢٠١٨)، إلى نتائج الدراسة المشجعة ومنها: بيان أن أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي إيجابي، حيث أن مع زيادة الاستثمار الأجنبي للأردن يزداد الناتج المحلي الإجمالي، وأن نتائج تحليل المنتدى أظهرت مرونة في الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن على المدى الطويل تعادل ٣٤٪، وهذا يعني أنه مع زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للأردن بنسبة ١٪ على سبيل المثال فإن الناتج المحلي الإجمالي في الأردن يزداد بنسبة ٣٤٪، إن العلاقة بين تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن والنمو الاقتصادي فيه مستقر على المدى الطويل، وإن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تعكس قوه متزايدة في تفسير التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي في الأردن على المدى الطويل. لا توجد علاقة على المدى القصير بين الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن. وبناءً على هذه النتائج توصلت الدراسة إلى بعض التوصيات ومنها: ضرورة المحافظة على استقرار التشريعات وتلك التي تساهم على التدفقات الاستثمارية. وفي هذا السياق من المهم أيضاً توافر الصدق والشفافية المتعاملة مع الرأي العام في الشؤون الاقتصادية والشؤون المتعلقة بالاستثمار، وتوضيح الحالة العامة في الأردن للمستثمرين لنظام الاستثمارية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة للمملكة. وتمت الاستفادة من دراسة المنتدى (٢٠١٨) بمعرفة ما توصل إليه الاستثمار في الأردن لكون المنتدى يعتبر أحد المهتمين في الاستثمارات الأجنبية. وتختلف عن الدراسة الحالية بتركيزها فقط على الاستثمارات الأجنبية على عكس الدراسة الحالية التي سوف تقوم بقياس أثر السياسة النقدية على هذه الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة في الأردن.

• نورية والزهران، (٢٠١٨) أثر السياسة المالية والنقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: تهدف الدراسة إلى معرفة أثر السياسة المالية و السياسة النقدية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال فترة (١٩٩٠-٢٠١٦)، واستخدمت الباحثتان المنهج الوصفي التحليلي لقياس أثر بعض الأدوات على تحديث تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، باستخدام نموذج ARDL لمعرفة قوة العلاقة بين المتغيرات، وتم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها: وجود علاقة هامة بين السياسة النقدية و السياسة المالية و الاستثمار الأجنبي المباشر، لما لها دور هام في التأثير على التدفقات ويعتبر كل من الإنفاق الحكومي ذو أهمية كبيرة في تفسير التغيرات و التطورات في قيمة التدفقات الأجنبية الواردة إلى الجزائر، حيث يوجد هنالك علاقة طردية بين الإنفاق الحكومي و هذا الاستثمار على المدى الطويل والمدى القصير وأيضاً وجود علاقة عكسية بين معدل إعادة الخصم و الجباية العادية مع تدفقات الاستثمار المباشر، وبالنسبة لمعدل إعادة الخصم فإن له علاقته عكسية مع تدفقات الاستثمار الأجنبي. ومن أهم التوصيات التي توصلت لها الباحثتان: يجب على الدولة أن تشجع الاستثمار الخاص خاصة الأجنبي في مشاريع البنية التحتية، مما يقلل من أعبائها

ويرفع كفاءة هذه المشاريع لتحسين بيئتها الاستثمارية ويجب أن تركز الدولة أولوياتها الاقتصادية و التنموية في دعم تدفق تلك الاستثمارات وفق أهدافها. يستفاد من دراسة نورية و الزهراء (٢٠١٨) التعرف على ماهية الاستثمار الأجنبي المباشر وأيضاً التعرف على محددات الاستثمار الأجنبي المباشر خاصة في الدول النامية. وتختلف عن الدراسة الحالية بعدم التطرق إلى الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ثانياً: الدراسات باللغة الإنجليزية:

• **Maziad, (2009) Monetary Policy and the Central Bank in Jordan.**

هدفت هذه الدراسة الى عرض تطور البنك المركزي الأردني، واستقلاله في إدارة السياسة النقدية والأدوات المختلفة المتاحة لها، مع التركيز بشكل خاص على سوق شهادات الإيداع (CDS)، وأدوات السياسة النقدية الرئيسية وسوق سندات الخزينة. كما هدفت الدراسة إلى بحث مسألة استقلال السياسة النقدية في الأردن بالنظر إلى تأثير أسعار الفائدة العالمية. كما أن هناك مجال لمرونة تشغيل السياسة النقدية على المدى القصير، حيث يتمتع البنك المركزي الأردني ببعض الاستقلالية في تحديد الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والأمريكية.

وتابعت هذه الدراسة المنهج التحليلي التجريبي في الدراسة من خلال تحليل (variance و VAR / VECM: vector banner coercion model) لدراسة تأثير أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي على النقد. وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى أنه بالإضافة إلى تعديل السياسة النقدية استجابةً للدولار الأمريكي على حركة أسعار الفائدة، فإن البنك المركزي الأردني قادر أيضاً على مواجهة التضخم المحلي، حيث ان هناك متسع من المرونة في تشغيل السياسة النقدية على المدى القصير. وكما يبدو أن البنك المركزي الأردني يتصرف في السياسة النقدية استجابة للتضخم المحلي وقياس فجوة الإنتاج المحلي. توصلت الدراسة لبعض التوصيات منها: تحسين الاستقرار مع تبني سياسة رقابة غير مباشرة للتحكم بالصكوك. وأن تعمل الحكومة على توحيد وتحسين قدراتها في إدارة الديون. وتمت الاستفادة من دراسة (Maziad 2009) في مسألة الاستقلال النقدي في سياق ربط سعر الصرف في الأردن والذي يمكن بدوره أن يؤثر على الاستثمار الأجنبي من حيث تحويله للعملة من خلال الصادرات والواردات في الدولة المضيفة له كالأردن. كما اختلفت هذه الدراسة عن الدراسة الحالية في أنها ركزت على تأثير السياسة النقدية على أسعار الصرف، على عكس الدراسة الحالية وهي تأثير السياسة النقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في الأردن.

• **Alrawashde & Nsour and Salameh, (2011) Forecasting Foreign Direct Investment in Jordan.**

هدفت الدراسة إلى التنبؤ بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن للسنوات (٢٠١١-٢٠٣٠) باستخدام (ARIMA) النماذج القائمة على البيانات التي تغطي الفترة (١٩٨١-٢٠١٠)، وقد وجد أن المتغير (FDI) لم يكن ثابتاً في مستوياته خلال الفترة وتم العمل على جعله ثابتاً بعد تحديد الدرجة الأولى للفروق التي استخدمت في نماذج (ARIMA)، وقد اعتمد الباحثون في الدراسة على استخدام برنامج الكمبيوتر (Eviews و Minitab) لتحليل البيانات والتنبؤ بها.

وتم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: أن الحجم الإجمالي المتوقع لتدفقات (FDI) سوف يصل إلى (٢٩٢٠٧,٠٦) مليون دينار أردني بحلول عام ٢٠٣٠، في حين أن متوسط (الاستثمار الأجنبي المباشر) يساوي (١٤٧٩,٠٩٦) مليون دينار، بمتوسط نمو سنوي قدره ٣,٢٢٪ حتى عام ٢٠٣٠، وأن الاقتصاد الأردني عانى من مشاكل الفقر والبطالة لسنوات عديدة وكذلك الافتقار إلى تمويل المشاريع الاقتصادية الكبرى التي تساعد على تهيئة الظروف المناسبة لتعزيز الصناعة، وأيضاً وجود عوائق تعرق جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن مثل البنية التحتية التي تشمل ضعف وسائل النقل خارج المدن الكبرى وارتفاع تكلفة الكهرباء ونقص إمدادات المياه. ومن ناحية أخرى عوامل سياسية حيث يمارس الاستقرار السياسي والاقتصادي في المملكة دوراً رئيساً في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن بالإضافة إلى ميزة كون البلد عضواً في منظمة التجارة العالمية (WTO) منذ عام ٢٠٠٠. كما وتم الوصول إلى أهم التوصيات في الدراسة ومنها: توفير بيئة استثمارية مناسبة في الأردن من خلال المزيد من الحوافز والتسهيلات للمستثمرين والعمل على خلق فرص استثمارية لجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر في البلاد وعمل خطة اقتصادية شاملة، في ضوء الأزمة المالية العالمية التي أثرت على الأردن وإجراء مراجعة شاملة لجميع التشريعات التي تحكم الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل عام ووضع قانون لتشجيع الاستثمار على وجه الخصوص و بذل المزيد من الجهود من قبل الحكومة لمكافحة جميع أشكال الفساد. وتمت الاستفادة من دراسة Alrawashde & Nsour and Salameh) أنها قدمت أفكاراً هامة فيما يتعلق بالتنبؤ بحجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن للفترة (٢٠١١-٢٠٣٠). اختلفت الدراسة بعدم التطرق للحديث عن الإستثمار الأجنبي غير المباشر بعكس الدراسة الحالية التي ناقشت أثر أدوات السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن.

• **Louzi and Abadi, (2011) the Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth in Jordan.**

استهدفت هذه الدراسة البحث في فرضية النمو التي يقودها الاستثمار الأجنبي المباشر في حالة الأردن، والتي تتمثل في النظر في العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي. والنظر في الاستثمار الأجنبي المباشر. واعتمد الباحثان على المنهج التحليلي، حيث تستند الدراسة إلى بيانات السلاسل الزمنية من عام (١٩٩٠-٢٠٠٩).

تم استخدام إطار الاقتصاد القياسي لآلية التكامل الجغرافي وتصحيح الأخطاء لالتقاط روابط ثنائية الاتجاه بإضافة عدة متغيرات كنقطة الانطلاق في صياغة النموذج. وتوصل الباحثان إلى بعض النتائج والتي من أهمها: أن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والناتج المحلي الإجمالي باستخدام



بيانات السلاسل الزمنية من الاقتصاد الأردني أظهرت زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر زيادة كبيرة منذ عام ١٩٨٥، وتجد العديد من الدراسات وجود صلة بين الاستثمار المباشر والنمو، لكن النتيجة الاقتصادية تشير إلى أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل لا تمارس تأثيراً مستقلاً على النمو الاقتصادي، وأظهرت الدراسة أن تأثير نمو الاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصاد الأردني غير موجود حتى الآن. أما فيما يتعلق بتأثير الدين و TP على نمو الناتج المحلي الإجمالي فقد أظهر التحليل معدلات إيجابية. وبناءً على هذه النتائج توصل الباحثان إلى عدة توصيات أهمها: تحسين مناخ الاستثمار في الأردن و الاستقرار السياسي والاستقرار السياسي الضمني وتحسين مرافق البنية التحتية المتقدمة والمستويات العالية من رأس المال البشري، لتأكيد أهمية هذا الاستثمار وكنتيجه لذلك يجب تحسين مناخ الاستثمار في البلد بشكل أكبر من خلال التدابير المناسبة مثل قيام مزيد من الشفافية في السياسة التجارية وأسواق عمل أكثر مرونة ووضع إطار تنظيمي مناسب وهيكلة التعريفات الجمركية. وحالياً لا يوفر الأردن نظاماً استثمارياً جذاباً بسبب الأزمة المالية. وإذا كان الهدف النهائي للحكومة هو جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من أجل التنمية، فإن مزيجاً مناسباً من السياسات أمر ضروري لتحقيق ذلك. وتمت الاستفادة من دراسة (Louzi and Abadi, 2011) بمعرفة ما يلعبه الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) من دور مهم في النمو الاقتصادي من حيث نمو الإنتاج الدولي المدفوع بالقوى الاقتصادية والتكنولوجية، وما أتاحتها العولمة من فرص غير مسبوق للبلدان النامية لتحقيق نمو اقتصادي أسرع من خلال التجارة والاستثمار، كما وتختلف عن الدراسة الحالية حيث أن الباحثين ركزوا فقط على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن كمتغير مستقل وأثره على التنمية الاقتصادية، بعكس الدراسة الحالية والتي سوف تقوم بدراسة أثر السياسة النقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في الأردن كمتغير تابع.

#### • Al-Khouri, (2012) Determinants of foreign direct and indirect investment in the MENA region

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة العوامل التي تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) واستثمار المحافظ الاستثمارية الأجنبية (FPI) بين الاقتصادات الستة عشر التي تضم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث استخدم الباحث في هذه الدراسة تحليل البيانات للفترة ١٩٨٤-٢٠١٢، ويتم تنفيذ الأسلوب المعمم للحظة (GMM)، كما يستخدم تقنية اقتصادية قياسية قوية تتجنب مشاكل التقدير المشائعة مثل تغير العلاقات والترابط الذاتي.

وتوصل الباحث في دراسته إلى أهم النتائج التالية: أن النتائج تدعم تأثير التكتل الذي يشير إلى أن البلدان التي لديها بالفعل استثمارات أجنبية مباشرة اجتذبت المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر في المستقبل. وأن المخاطر الاقتصادية تؤثر على الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل سلبي وكبير، في حين أن الانفتاح التجاري له تأثير هام وإيجابي من بينها عوامل الخطر السياسية التي تم النظر في ثلاثة منها وهي القانون والنظام والتوتر العرقي والصراع الداخلي والتي تؤثر كثيراً على الاستثمار. توضح النتائج أن التأخر في FPI ودرجة الانفتاح يلعبان دوراً هاماً في جذب FPI إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. بالإضافة إلى ذلك، تؤثر القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية بالإضافة إلى العائد على الاستثمار في تدفق FPI بشكل إيجابي. وتكشف الدراسة أيضاً عن وجود تأثير سلبي لهيكل الحكومة على FPI، في حين أن من المستغرب أن التوتر الديني في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يؤثر بشكل إيجابي على FPI.

بناءً على هذه النتائج توصل الباحث إلى أهم التوصيات ومنها: بيان المحددات التي ليس فقط الاستثمار الأجنبي المباشر ولكن أيضاً تدفق FPI، وقرار صانعو السياسة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بالحاجة إلى رأس المال الخارجي كحافز رئيسي للتنمية والنمو الاقتصادي والتحديث، لذلك من الضروري معرفة العوامل التي قد تؤدي إلى زيادة في تدفق رأس المال إلى هذه البلدان، وتم الاستفادة من دراسة (Al-Khouri, 2012) ومعرفة العوامل التي قد تساهم في تدفق الإستثمار الأجنبي إلى منطقة الشرق الأوسط، كما وتختلف عن الدراسة الحالية بأن الباحث لم يتطرق بالحديث عن أثر السياسة النقدية بعكس الدراسة الحالية التي سوف تقوم بقياس أثر السياسة النقدية على تدفق الإستثمار الأجنبي إلى الأردن.

#### • Yaseen, (2015) the Impact of Foreign Direct Investment FDI on Economic Growth of Jordan.

الهدف من هذه الدراسة هو البحث في الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) كأحد المصادر المهمة للنمو الاقتصادي في الأردن لتصبح قناة مهمة لتعزيز الاقتصاد والنظم المالية، والبحث في تحديد تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الأردن. حيث غطت الدراسة الفترة من عام (١٩٩٠-٢٠١٢)، والتي استخدمت في دراستها المنهج التحليلي باستخدام نموذج بسيط لمعرفة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الأردن. ويتكون النموذج من متغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى لبيان تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والنمو الاقتصادي بإجمالي الناتج المحلي وهو المتغير التابع، بينما تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والعديد من متغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى هي متغيرات مستقلة. توصلت البحث إلى بعض النتائج منها: وجود علاقة إيجابية وهامة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي، وكما وجدت الدراسة أن الديون والتضخم يؤثر سلباً على الأداء الاقتصادي في الأردن وأظهرت الدراسة أن هذا التقدم لن يؤثر على معدل البطالة، أن الاستثمار المباشر له تأثير على تقليل من مستوى البطالة وبالتالي على مستوى الفقر بالإضافة إلى أثره على الاستثمار المحلي. ومن خلال هذه النتائج توصلت الباحثة إلى بعض التوصيات منها: يجب أن يبقى الاعتماد على الاستثمار في الخارج حيث أن الاستثمار الأجنبي المباشر كان أكثر إنتاجية في بعض البلدان من غيرها والنظر نوع الاستثمار الأجنبي المباشر يجب استقطابه وإلى أي قطاع يحتاج إلى تشجيع. والمستفاد من دراسة (Yaseen, 2015) تعزيز دور القطاع الخاص من خلال زرع خطط ديناميكية للخصخصة وتبني سياسات تشجع نقل الموارد الخارجية وجذب الاستثمارات الأجنبية ونقل الموارد الخارجية

وهي واحدة من أهم الأدوات التي تقدم الدعم للاقتصاد الذي يزيد من مستوى الاستثمار في البلاد، وتختلف عن الدراسة الحالية بعدم تطرقها لموضوع السياسة النقدية بعكس الدراسة الحالية التي سوف تقوم بدراسة أثر السياسة النقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن.

• **Obeid & Awad, (2017) Effectiveness of Monetary Policy Instruments on Economic Growth in Jordan Using Vector Error Correction Model.**

تهدف هذه الدراسة الى قياس تأثير أدوات السياسة النقدية على أداء الاقتصاد الأردني وذلك باستخدام بيانات ربع سنوية تغطي الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٥)، وتحاول تحديد دور السياسة النقدية في تحقيق المستويات المرغوبة من النمو الاقتصادي للتوصل إلى توصيات مناسبة قد تساعد صانعي السياسات على تقييم أداء السياسة النقدية في الأردن.

حيث اعتمد الباحثان في هذه الدراسة المنهج التحليلي من خلال استخدام نموذج VECM لفحص الاقتصاد القياسي باستخدام نموذج تصحيح أخطاء القيم لتقييم تأثير أدوات السياسة النقدية على النمو الاقتصادي، واختبار ثبات النموذج باستخدام أدوات تشخيص الإستقرار. وتوصل الباحثان الى بعض النتائج منها: وجود تأثير إيجابي على المدى الطويل والقصير لأدوات السياسة النقدية والتي شملت نسبة الاحتياطي القانوني المطلوبة، وعرض النقود (M1) وأسعار الفائدة بين البنوك بين عشية وضحاها، على النمو الاقتصادي في الأردن. أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة عكسية بين معدل إعادة الخصم والنمو الاقتصادي في الأردن على المدى الطويل والقصير. وخرجت هذه الدراسة بالتوصيات التالية: من المهم أن يواصل البنك المركزي استخدام أدوات السياسة النقدية المناسبة لدعم النمو الاقتصادي في الأردن مع مراعاة الظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة بمنطقة الشرق الأوسط. تؤكد الدراسة على أهمية دور البنك المركزي في تحفيز أداء الاقتصاد الأردني، بالإضافة إلى الحفاظ على معدلات النمو الاقتصادي الإيجابية لتعزيز الاستقرار المالي والنقدي والاقتصادي وتوفير بيئة استثمارية جذابة، حيث أنه من المهم التنسيق بين السياسات النقدية والمالية لدعم الاقتصاد الأردني. وما يستفاد من دراسة (Obeid, Awad, (2017) فهم دور البنك المركزي في الحفاظ على عرض النقد والذي بدوره سوف يؤثر على جلب الاستثمار الأجنبي الى الاردن، وذلك من خلال طرق التحليل في دراستهم، كما وتختلف هذه الدراسة عن الدراسة الحالية: أن الباحثان لم يتطرقا بالحديث عن أهمية الاستثمار الأجنبي وما أثر السياسة النقدية عليه بعكس الدراسة الحالية التي سوف تدرس أثر السياسة النقدية على تشجيع الاستثمار الأجنبي في الاردن.

**منهج الدراسة:**

لأغراض الوصول لتطلعات الدراسة اعتمد الباحثان جملة من المناهج والدراسات الاقتصادية على المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان، والتقارير المنشورة من قبل البنك المركزي ونشرات صندوق النقد العربي، للفترة ما بين (٢٠٠٩-٢٠١٨) حيث تم توظيف منهج الوصف التحليلي لأهداف متابعة المادة العلمية المستفادة من هذه المراجع والدراسات والأبحاث المنشورة والمتخصصة في السياسة النقدية وأدواتها (سعر إعادة الخصم وسياسة السوق المفتوحة). لمعرفة مدى تأثيرها على كل من (الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر). واستخدمت الدراسة منهج التحليل الإحصائي لإختبار الفرضيات وصولاً الى نتائج توضح مدى أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي الى الأردن.

**مجتمع وعينة الدراسة:**

يعتبر الأردن مجتمعاً للدراسة بالاعتماد على مدى تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة في الأردن، والتي تمثل المستثمرين غير الأردنيين من عرب وأجانب.

**مصادر جمع البيانات:**

اعتمدت الباحثة على المصادر الاولية والثانوية في جمع البيانات لتحقيق أهداف الدراسة:  
**المصادر الأولية:**

سيتم الاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي المنشورة بشكل رئيسي وتقارير بورصة عمان للأوراق المالية لأغراض التحليل المالي والإحصائي للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٨).

- التقارير المالية السنوية للبنك المركزي للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٨).
- المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٨).
- النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق العربية (صندوق النقد العربي).

**المصادر الثانوية:**

- المجالات العلمية والمراجع العربية والانجليزية في المكتبات.
- أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير التي بحثت في موضوع الدراسة الحالي.
- الدوريات المتخصصة والنشرات التي تفسر مجريات متغيرات الدراسة.



وبعد ذلك سوف يتم احتساب كل متغير من متغيرات الدراسة، وسوف يعتمد التحليل الإحصائي على البيانات السنوية المجمعة خلال مدة الدراسة (٢٠٠٩-٢٠١٨).

#### أداة الدراسة:

اعتمد الجانب النظري في الدراسة على المصادر الثانوية التي تدور حول موضوع الدراسة القائمة واستند الجانب العملي على المصادر الأولية التي تبين البيانات والمسح الشامل للاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن المتأثر في التغير لسعر إعادة الخصم والاستثمار الأجنبي غير المباشر، والمتأثر بسياسة السوق المفتوحة والمتمثلة بمعدلات حجم التداول من بورصة عمان وتقارير الهيئة الاستثمارية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٨) وذلك لبيان أثر السياسة النقدية على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأردن.

#### الأساليب الإحصائية:

اعتمد الباحثان في الدراسة على برامج التحليل الإحصائي المناسب بالاعتماد على برمجيات (EViews, STATA(11)، بهدف الإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار الفرضيات ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات، وتم استخدام هذه الأساليب الإحصائية على النحو التالي:

- الإحصاء الوصفي المتمثل بحساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية.
- اختبار سكوت السلاسل الزمنية ومدى استقرار السلاسل الزمنية بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) باستخدام اختبار (ADF) Augmented Dickey Fuller.
- معامل الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Judge, Hill, Griffiths, Lutkepohl, & Lee, 1988).
- معامل الانحدار لقياس أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة واختبار صحة الفرضيات.
- مستوى الدلالة ( $\alpha$ ): باعتماد (٠,٠٥) كأعلى حد لمستوى الدلالة المعنوية، والتي يبني عليها النتيجة. إذا كان مستوى الدلالة (٠,٠٥) فأقل فإنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية، أما إذا كانت نتيجة مستوى الدلالة أكبر من (٠,٠٥) هذا يعني انه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية.

#### الإحصاء الوصفي

تم قياس المتغير المستقل السياسة النقدية من خلال (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة)، أما المتغير التابع (تدفق الاستثمار الأجنبي) من خلال (الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر). وذلك بإجراء التحليل الإحصائي الوصفي المتمثل بحساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، كما يأتي:

جدول (١): التحليل الوصفي للمتغيرات

المتغيرات	حجم العينة/سنة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
سعر إعادة الخصم %	١٠	٤,٥٥	٠,٦١٠١٠٠٢	٣,٧٥	٥,٧٥
عمليات السوق المفتوحة %	١٠	٢,٧٢٥	٠,٨٩٣٢٦١٨	١,٥	٤
الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون)	١٠	١٢١٤	٢٩٢,٦٣٥٤	٦٧٨	١٧١٣,٣
LN الاستثمار الأجنبي المباشر	١٠	٧,٠٧٣٥٠٨	٠,٢٥٦٧٤٤٤٤	٦,٥١٩١٤٧	٧,٤٤٦١٧٧
الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليون)	١٠	٩٢٩٥,٩٣٩	٩٩٤,٤٥٣٥	٨١٥٩,٠١١	١١١٥٠,٨٢
LN الاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٠	٩,١٣٢٤١٨	٠,١٠٣٣١٩	٩,٠٠٦٨٧٨	٩,٣١٩٢٦٨

(عند وصف المتغيرات الاحصائية للاستثمار الأجنبي المباشر، تم استخراج قيمة الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة من بيانات بورصة عمان. وهنا تم استخراج الوسط الحسابي بعد تحويل القيم من المليون (وهي أرقام كبيرة) إلى أرقام صغيرة من خلال LN والتي تعد من أدوات التحليل لتحويل الأرقام الكبيرة إلى أرقام تتناسب مع غايات التحليل الإحصائي. وهو حاصل ضرب رقم مع رقم ثاني. وهذه الأداة تشبه أداة Log للتحليل. وهذا ينطبق تماما على الاستثمار الأجنبي غير المباشر))

يتبين من الجدول (١) أن المتوسط الحسابي للمتغير التابع الاستثمار الأجنبي المباشر ١٢١٤ مليون وانحراف معياري ٢٩٢,٦٣٥٤ وأدنى قيمة كانت ٦٧٨ في عام ٢٠١٨ وأعلى قيمة كانت ١٧١٣,٣ مليون في عام ٢٠٠٩، أما المتوسط الحسابي للمتغير التابع الاستثمار الأجنبي غير المباشر ٩٢٩٥,٩٣٩ مليون وانحراف معياري ٩٩٤,٤٥٣٥ وأدنى قيمة كانت ٨١٥٩,٠١١ في عام ٢٠١٧ وأعلى قيمة بمقدار ١١١٥٠,٨٢ في عام ٢٠٠٩.

وإن المتوسط الحسابي للمتغير المستقل سعر إعادة الخصم ٤,٥٥٪ وانحراف معياري ٠,٦١٠. وأدنى قيمة كانت ٣,٧٥٪ في عام ٢٠١٥، وأعلى قيمة كانت ٥,٧٥٪ مليون في عام ٢٠١٨، أما المتوسط الحسابي للمتغير المستقل عمليات السوق المفتوحة ٢,٧٢٥٪ وانحراف معياري ٠,٨٩٣٪ وأدنى قيمة كانت ١,٥٪ في عام ٢٠١٥ وأعلى قيمة بمقدار ٤٪ في عام ٢٠١٨.

## اختبار سكون السلاسل الزمنية:

إن السلاسل الزمنية تتسم بعدم الإستقرار مما ينتج عنها مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Regression) ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة حيث تكون قيم R2 مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات (Stock and Watson)، (Yule)، (Plosser & Nelson)، وعليه لا بد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) عن طريق استخدام اختبار Augmented Dickey (ADF) Fuller لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية الصفرية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية "Probability"، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

واستناداً لدراسة (Mamta,2004) الذي يرى أن اختبار (ADF) غير قادر على التمييز الجيد لسكون السلاسل الزمنية، لذا سيتم إجراء اختبار Phillips perron (PP) والذي يتميز بقدرته على إعطاء تقديرات قوية في حالة السلاسل التي لها ارتباط متسلسل وتباين غير ثابت .

## اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

ومن أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار ديكي فولر وفيلبس بيرون وذلك للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقرارية السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى. وتبين من خلال النتائج في الجدول (٢) أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، حيث أن قيمة المعنوية أقل من ١٪، وبالتالي تم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة أي أن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة وهذا يشير إلى أن تأثير كافة الصدمات المؤقتة سوف يتلاشى مع الزمن في المدى الطويل خاصة أن اختبار فيلبس بيرون يأخذ بعين الاعتبار الأخطاء العشوائية وأشمل من اختبار (ديكي فولر) وبالتالي تصبح البيانات جاهزة للتحليل.

جدول (٢): نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

الاختبار		المتغيرات
PP-Fisher chi-sq	ADF-Fisher Chi-sq	
المستوى Prob	المستوى Prob	
<0.001	<0.001	الاستثمار الأجنبي المباشر
<0.001	<0.001	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
<0.001	<0.001	سعر إعادة الخصم
0.001	0.0045	عمليات السوق المفتوحة

## الإرتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة:

قبل إجراء الانحدار المتعدد لا بد من التأكد من عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة بين الجدول (٣) نتائج الارتباط بين المتغيرات المستقلة، حيث يتبين من النتائج عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة لأن معاملات الارتباط ليس لها قيمة أعلى من ٠,٨، والتي يمكن أن تؤدي إلى الارتباط الخطي (Judge, Hill, Griffiths, Lutkepohl, & Lee, 1988)، وبالتالي فإن البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

جدول (٣): نتائج معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة

عمليات السوق المفتوحة	سعر إعادة الخصم	سعر إعادة الخصم
	١,٠٠	
١,٠٠	٠,٦٣	عمليات السوق المفتوحة

## النتائج المتعلقة بالفرضيات:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05  $\alpha$ )، للسياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن. وتتفرع عنها الفرضيات الآتية:  
 الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05  $\alpha$ )، للسياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن.  
 للتحقق من صحة الفرضية الفرعية الأولى تم تطبيق تحليل الانحدار المتعدد لدراسة أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن للفترة ما بين (٢٠٠٩-٢٠١٨) الجدول رقم (٤) يظهر ذلك.

جدول (٤): نتائج تطبيق تحليل الانحدار المتعدد لدراسة أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار

## الأجنبي المباشر إلى الأردن

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.6438	0.48308	15.9505	7.705363	الثابت
0.0043	4.144909	0.29122	1.207076	سعر إعادة الخصم
0.5262	-0.66685	1.71965	-1.14675	عمليات السوق المفتوحة
0.01	Prob(F-statistic)		0.728819	R-squared
9.406	F-statistic		0.651339	Adjusted R-squared

يبين الجدول (٤) أن السياسة النقدية تفسر ما نسبته (١,٦٥٪) من التباين الحاصل في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن، بناءً على نتائج الجدول رقم (٤) يتضح أن سعر إعادة الخصم كان له إسهام بالتأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن بناءً على قيمة (p-value = 0.004) وهي أقل من مستوى الدلالة (٥٪) ويتضح من قيمة المعامل والبالغة (١,٢٠٧) والتي تشير بأن العلاقة بين سعر إعادة الخصم و تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن هي علاقة طردية أما بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فلا يوجد لها أثر دال إحصائياً على العائد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن.

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ( $\alpha \leq 0.05$ )، للسياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن.

للتحقق من صحة الفرضية الفرعية الأولى تم تطبيق تحليل الانحدار المتعدد لدراسة أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن للفترة ما بين (٢٠٠٩-٢٠١٨)، الجدول رقم (٥) يظهر ذلك.

جدول (٥): نتائج تطبيق تحليل الانحدار المتعدد لدراسة أثر السياسة النقدية بأدواتها (سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة) على تدفق الاستثمار

## الأجنبي غير المباشر إلى الأردن

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1933	1.439088	3.639851	5.238067	الثابت
0.0062	3.857808	0.142128	0.548303	سعر إعادة الخصم
0.5525	-0.62388	0.49449	-0.3085	عمليات السوق المفتوحة
0.010	Prob(F-statistic)		0.726784	R-squared
9.3103	F-statistic		0.648722	Adjusted R-squared

يبين الجدول (٥) أن السياسة النقدية تفسر ما نسبته (٨,٦٤) من التباين الحاصل في تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن، بناءً على نتائج الجدول رقم (٥) يتضح أن سعر إعادة الخصم كان له إسهام بالتأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن بناءً على قيمة (p-value = 0.006) وهي أقل من مستوى الدلالة (٥٪) ويتضح من قيمة المعامل والبالغة (٠,٥٤٨) والتي تشير بأن العلاقة بين سعر إعادة الخصم و تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن هي علاقة طردية. أما بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فلا يوجد لها أثر دال إحصائياً على العائد على تدفق الاستثمار غير الأجنبي المباشر إلى الأردن.

## نتائج الدراسة:

بالاعتماد على تحليل بيانات متغيرات الدراسة، واختبار الفرضيات، تم الوصول للنتائج التالية:

١. تشير نتائج الإحصاء الوصفي بأن الوسط الحسابي للمتغير المستقل (سعر إعادة الخصم) ٤,٥٥٪، وأن الانحراف له يساوي ٠,٦١٠ حيث بلغت أدنى قيمة لسعر إعادة الخصم ٣,٧٥٪ في عام ٢٠١٦، أما أعلى قيمة فكانت في عام ٢٠١٨ وقيمتها ٥,٧٥٪.
٢. كما بينت النتائج أن متغير (السوق المفتوحة) له وسط حسابي مقداره ٢,٧٢٥٪، وقيمة الانحراف المعياري له ٠,٨٩٣٪، حيث بلغت أعلى قيمة لسياسة السوق المفتوحة ٤٪ في عام ٢٠١٨، وأدنى قيمة له في عام ٢٠١٥ وتساوي ١,٥٪.
٣. أظهرت نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى وجود أثر إيجابي، وذو دلالة إحصائية عند مستوى ( $\alpha=0.05$ ) لسعر إعادة الخصم على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وهذا يعكس الفرضية العدمية بثبوت تأثير متغير سعر إعادة الخصم على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الأردن. بناءً على قيمة (p-value = 0.004) ويعود السبب في ارتفاع النسبة على أسعار الخصم المفروضة من قبل البنك المركزي على القروض الممنوحة.
٤. حيث تبين من النتائج وجود علاقة طردية لسعر إعادة الخصم و تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الأردن وذلك يعزى لقيمة معامل الارتباط والبالغة (١,٢٠٧)، والتي تشير إلى أنه كلما زاد سعر إعادة الخصم سوف يزيد الاستثمار الأجنبي المباشر.
٥. ومن نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى، عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ( $\alpha=0.05$ ) للمتغير المستقل (سياسة السوق المفتوحة) على بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

٦. أظهرت نتيجة اختبار الفرضية الفرعية الثانية وجود أثر عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) لسعر إعادة الخصم على بتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن، حيث تبين أن سعر إعادة الخصم كان له تأثير على الاستثمار الأجنبي غير المباشر بناءً على قيمة ( $p\text{-value}=0.006$ ). ويعود السبب لسياسة البنك المركزي في طرح شهادات الإيداع في أسواق الأوراق المالية.
٧. تبين من نتائج الاختبار أن قيمة معامل الارتباط ( $0.548$ )، والتي تفسر العلاقة بين سعر إعادة الخصم وتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن، تظهر بأنها علاقة طردية.
٨. بينت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ( $\alpha=0.05$ ) لسياسة السوق المفتوحة، على بتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأردن.
- وبمقارنة نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة نجد أنها قد اتفقت مع نتيجة دراسة (عمر و أحمد، ٢٠١٤) التي بينت أن هنالك تأثيراً حقيقياً للسياسة النقدية من خلال مختلف أدواتها بالتحكم في العرض النقدي، وأيضاً مع نتيجة (نورية و الزهراء، ٢٠١٨) بوجود علاقة طردية بين السياسة النقدية والسياسة المالية والاستثمار الأجنبي المباشر. كما واتفقت (بوروشة و علاوي، ٢٠١٢) حيث بينت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي للسياسة النقدية والمالية على الإستثمار الأجنبي.

#### التوصيات:

بناء على نتائج الدراسة تمت التوصية بما يلي:

١. أن تتناسب أدوات السياسة النقدية مع نمو الناتج المحلي الإجمالي، حتى لا تحدث اختلالات في توازن الاقتصاد. ومن أجل أن يكون نمو عرض النقد مؤثراً بشكل إيجابي على الإستثمار الأجنبي.
٢. تأكيد ضرورة الحفاظ على سعر إعادة خصم مستقر، وذلك للوصول للأهداف التي تساهم في جلب الإستثمار الأجنبي المباشر. مع ضرورة استخدام البنك المركزي لسياسات هادفة في جذب الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الأردن.
٣. ضرورة قيام الحكومة بتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، خاصة في مشاريع البنية التحتية، مما يقلل من أعبائها ويزيد كفاءة هذه المشاريع لتحسين مناخها الاستثماري.
٤. قيام الحكومة بتركيز أولوياتها الاقتصادية والتنموية في دعم تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وفق أهدافها، مع منح المستثمرين الأجانب الحوافز والتسهيلات للوصول إلى أهدافها بأقل تكلفة ممكنة.
٥. ضرورة تدخل البنك المركزي في عملية تحفيز وجذب الاستثمار الأجنبي من خلال التأثير على معدلات الفائدة المخصصة من البنوك.
٦. ضرورة التطوير من قدرة الأسواق المالية من خلال استحداث ضوابط تعمل على الحد من مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مع ضرورة توفير معلومات واضحة من خلال الإفصاح عن معلومات متعلقة بالمعاملات الحالية والمستقبلية المتوقعة.
٧. العمل على زيادة الترويج للأسواق المالية وبورصة عمان المالية، محلياً وإقليمياً وعالمياً، لما له من تأثير على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، والذي يمكن من خلاله تحريك عجلة الاقتصاد بشكل إيجابي.
٨. التوصية للباحثين وطلبة الدراسات العليا بالقيام بدراسات مكملية تتعلق بالعوامل الأخرى المؤثرة على جذب الاستثمارات الأجنبية للدولة.

#### المراجع:

##### أولاً: المراجع العربية:

١. سليمان، هبة وملاوي، أحمد. (٢٠١٧). "أثر التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاحتياطيات الأجنبية في الأردن". رسالة ماجستير. جامعة اليرموك، الأردن.
٢. عيساوي، حنان. (٢٠١٧). "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية". رسالة ماجستير. جامعة بغداد. العراق.
٣. مطر، محمد. (٢٠١٥). إدارة الإستثمارات. الطبعة السابعة. عمان. دار وائل للنشر.
٤. منتدى الاستراتيجيات الأردني. (٢٠١٨). "الإستثمار الأجنبي المباشر في الأردن". وزارة الثقافة. عمان. الأردن.
٥. المنيف، ماجد. (٢٠١٧). مبادئ الاقتصاد- التحليل الجزئي. ط٣. جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية.
٦. نورية، قادري والزهراء، ساكت. (٢٠١٨). "أثر السياسة المالية والنقدية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر". Global journal of economics and business. (٢)٥: ٢٢٢-٢٤١. <https://doi.org/10.31559/gjeb2018.5.2.7.241-222>

## ثانياً: المراجع الأجنبية:

- [1] Al-Khouri, R., (2012). Determinants of foreign direct and indirect investment in the MENA region. *Multinational business review*, 23(2):148-166. <https://doi.org/10.1108/mbr-07-2014-0034>.
- [2] Al-rawashdeh, S. & Nsour, J. & Salameh, R., (2011). "Forecasting Foreign Direct Investment in Jordan for the Years (2011 - 2030)". *International Journal of Business and Management*, 6(10). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n10p138>.
- [3] Atobrah, R., (2015). "Determinants of foreign portfolio investment". Evidence from sub-Sahara Africa (unpublished masters thesis). University of Ghana, Ghana.
- [4] Judge, G., Hill, Carter., Griffiths William. E, Lutkepohl, Helmut, Lee & Tsoung- Chao, (1988). *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*. (2<sup>nd</sup>. ed). NY: John Wiley & Sons Inc, New York.
- [5] Louzi, B. & Abadi, A., (2011). "The Impact of Foreign Direct Investment FDI on Economic Growth of Jordan". [www.arpapress.com/Volumes/Vol8Issue2/IJRRAS\\_8\\_2\\_16](http://www.arpapress.com/Volumes/Vol8Issue2/IJRRAS_8_2_16).
- [6] Mamta, Chowdhury B. (2004). "Currency Crisis and Stock Prices in East Asian Countries: An Application of Cointegration Granger Causality, School of Economics and Finance", Working Paper Series, No. 2004/01.
- [7] Maziad, S., (2009). "Monetary Policy and the Central Bank in Jordan. International Monetary Fund", working paper, Strategy, Policy, and Review Department.
- [8] Obeid, R. & Awad, B., (2017). "Effectiveness of Monetary Policy Instruments on Economic Growth in Jordan Using Vector Error. Correction Model". *International Journal of Economics and Finance*; 9(11).
- [9] Yaseen, H., (2014). "The Impact of Foreign Direct Investment FDI on Economic Growth of Jordan". *European Journal of Business & Management*, 6(39).

## ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

- [1] <https://www.sarayanews.com>
- [2] <http://www.cbj.gov.jo>
- [3] <http://www.jsf.ORG>
- [4] [https://fac.ksu.edu.sa/sites/default/files/ljz\\_lwl\\_-\\_lfsl\\_lthn\\_1](https://fac.ksu.edu.sa/sites/default/files/ljz_lwl_-_lfsl_lthn_1)
- [5] [http://www.arpapress.com/Volumes/Vol8Issue2/IJRRAS\\_8\\_2\\_16](http://www.arpapress.com/Volumes/Vol8Issue2/IJRRAS_8_2_16)
- [6] <https://www.addustour.com/articles/1036083>



## The impact of monetary policy on the foreign investment flow into Jordan

Ola Abu Rahma

Amman Arab University, Jordan

Kahtan Al-Samarraie

Professor, Amman Arab University, Jordan

Kahtan@aaau.edu.jo

Received: 9/12/2020 Revised: 1/2/2021 Accepted: 16/2/2021 DOI: <https://doi.org/10.31559/GJEB2021.10.1.1>

**Abstract:** The purpose of this study is to determine the impact of monetary policy on the flow of foreign investment to Jordan, and to achieve the study goal and test its hypotheses, it depended on the annual reports of the published central bank and reports of the Amman Stock Exchange and the quarterly bulletin of the Arab Markets database for the period (2009-2018), in addition to the central bank and Amman Stock Exchange. The study sample was approved, and the study sample was approved from foreign direct and indirect investments in Jordan, which represent non-Jordanian investors from Arabs and foreigners.

The method used to describe their analytical method was by calculating the arithmetic averages and the deviations. to determine the nature of the relationship between the independent and dependent variables, and test the time series statically, in addition to the linear correlation coefficient, which measures the strength of the relationship between the independent variables, where monetary policy was measured through the rebate price and the open market policy as independent variables.

Foreign investment through (Foreign direct and indirect investment as dependent variables). Using EViews, STATA (11) software to analyze hypotheses and their testing.

The study reached several results in this study, the most important of which are: 1) The presence of a positive and statistically significant effect at the level of significance ( $\alpha = 0.05$ ) of monetary policy in its variable price, the discount rate on both direct and indirect foreign investment. 2) The absence of a statistically significant effect at the level of significance ( $\alpha = 0.05$ ) of monetary policy in its variable open market policy, on both direct and indirect foreign investment.

### References:

- [1] 'ysawy, Hnan. (2017). "Dwr Alastthmar Alajnby Ghyr Almbashr Fy Tnshyt Swq Al'raq Llawraq Almalyh". Rsalt Majstyr. Jam't Bghdad. Al'raq.
- [2] Mntda Alastryjyat Alardny. (2018). "Alesthmar Alajnby Almbashr Fy Alardn". Wzart Althqafh. 'man. Alardn.
- [3] Almnyf, Majd. (2017). Mbada' Alaqtad- Althlyl Aljz'ey. T3. Jam't Almlk S'wd, Almmlkh Al'rbyh Als'wdyh
- [4] Mtr, Mhmd. (2015). Edart Alesthmarat. Altb'h Alsab'h. 'man. Dar Wa'l Llnshr.
- [5] Nwryh, Qadry Walzhra', Sakt (2018). " Athr Alsyash Almalyh Walnqdyh 'la Alastthmar Alajnby Almbashr Fy Aljza'r". Global Journal of Economics and Business, 5(2): 222-241. <https://doi.org/10.31559/gjeb2018.5.2.7>.
- [6] Slyman, Hbh Wmlawy, Ahmd. (2017). "Athr Altdfq Aldakhly Llastthmar Alajnby Almbashr 'la Alahtyatyat Alajnbyh Fy Alardn". Rsalt Majstyr. Jam't Alyrmwk, Alardn.