



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية 2008

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد تطبيقي

الأستاذ المشرف:

د. محمد يعقوبي

إعداد الطالب:

علي عيشاوي

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ التعليم العالي	رابح خوني
مشرفا ومقررا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أستاذ محاضر أ	محمد يعقوبي
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ التعليم العالي	عبد الرزاق بن الزاوي
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ محاضر أ	فريد بن عبيد
ممتحنا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أستاذ محاضر أ	د/ بلعباس رابح
ممتحنا	جامعة باتنة 01	أستاذ محاضر أ	د/ مباركي سامي

السنة الجامعية: 2017-2018

الملخص:

تهدف هذه الدراسة لتحديد أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على اتجاه التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، من خلال محاولة الإحاطة بتطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال وتحديد مكوناتها، بالإضافة لمحاولة إظهار أهم العوامل الاقتصادية التي أدت إلى تطور أهم أشكال التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، وتبيان أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على هذه التدفقات. ولتحقيق أهداف الدراسة استخدمنا أسلوب القياس الاقتصادي من خلال تطبيق نماذج بيانات بانل على عينة تتكون من 37 دولة خلال الفترة (2000-2014). وتشير النتائج المتوصل إليها إلى أن أهم محددات تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر تتمثل في الناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي بالإضافة لمتغيرات اقتصادية أخرى كحجم الصادرات والدخل الفردي والدين الخارجي ودرجة الانفتاح الاقتصادي، في حين يتحدد تدفق الاستثمار المحفظي بالناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي وسعر الفائدة ومعدل التضخم.

الكلمات المفتاحية: الحركة الدولية لرؤوس الأموال، الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار المحفظي، الأزمة المالية العالمية، نماذج بيانات بانل.

Résumé:

La présente étude vise à identifier les facteurs économiques les plus importants affectant la direction des flux internationaux de capitaux, en essayant de définir clairement le concept du mouvement international des capitaux et déterminer ses composantes. Elle vise en outre la mise en exergue des principaux facteurs économiques qui ont conduit au développement des flux internationaux de capitaux, et éclaircir les répercussions de la crise financière mondiale de 2008 sur ces flux.

Pour réaliser les objectifs de l'étude, nous avons fait usage de la méthode de l'Econométrie *des Données de Panel* sur un échantillon de 37 pays durant la période allant de 2000 à 2014. Les résultats obtenus indiquent que les plus importants déterminants de flux d'investissements étrangers directs sont le PIB, le taux de la croissance économique, ainsi que d'autres variables économiques comme le volume des exportations, le revenu par habitant, la dette extérieure et le degré d'ouverture économique, tandis que le flux des investissements de portefeuille est déterminé par le PIB, le taux de croissance économique et le taux d'inflation.

Mots-clés: Mouvement international des capitaux, Investissements directs étrangers, Investissements de portefeuille, Crise financière mondiale, les Données de Panel.

شكر وتقدير

أقدم بجزيل الشكر وجميل العرفان للأستاذ المشرف الدكتور: محمد يعقوبي،
على صبره وتوجهاته وتصويباته، لإتمام هذا العمل.
كما أتقدم بالشكر الجزيل للسادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم
تقييم ومناقشة هذا العمل.

الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I-VII	فهرس المحتويات
VIII-IX	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال
1	المقدمة العامة
2	أولا- توطئة
3	ثانيا- الإشكالية
3	ثالثا- الفرضيات
4	رابعا- دوافع اختيار الموضوع
4	خامسا- أهمية البحث
5	سادسا- أهداف البحث
5	سابعا- حدود الدراسة
5	ثامنا- منهج وأدوات الدراسة
6	تاسعا- الدراسات السابقة
7	عاشرا- مساهمة الباحث
7	حادي عشر- هيكل البحث
9	الفصل الأول: ماهية الحركة الدولية لرؤوس الأموال
10	مقدمة الفصل الأول
11	المبحث الأول: مفهوم الحركة الدولية لرؤوس الأموال
11	المطلب الأول: المفاهيم المرتبطة بالحركة الدولية لرؤوس الأموال
13	أولا- التمويل الدولي والاستثمار الدولي
14	ثانيا- السوق الدولي لرؤوس الأموال
14	ثالثا- حركة رؤوس الأموال في ميزان المدفوعات

16	رابعاً- تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال
17	المطلب الثاني: تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال
17	أولاً- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار القائم بها
18	ثانياً- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار كيفية الاستخدام
18	ثالثاً- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار المدة
19	رابعاً- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار الشكل
20	المبحث الثاني: عوامل تطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال
20	المطلب الأول: تطور النظام النقدي الدولي
23	المطلب الثاني: تطور التجارة الدولية
25	المطلب الثالث: تعاضم ظاهرة التدويل
26	المطلب الرابع: الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية
28	المطلب الخامس: تكامل الأسواق المالية
29	المبحث الثالث: دور الشركات متعددة الجنسيات في الحركة الدولية لرؤوس الأموال
30	المطلب الأول: ماهية الشركات متعددة الجنسيات
31	أولاً- تعريف الشركات المتعددة الجنسيات
34	ثانياً- تصنيف الشركات المتعددة الجنسيات
36	المطلب الثاني: مكانة الشركات متعددة الجنسيات في الاقتصاد الدولي
37	أولاً- عوامل تطور نشاط الشركات المتعددة الجنسيات
39	ثانياً- تأثير الشركات متعددة الجنسيات على الاقتصاد الدولي
42	المبحث الرابع: دوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال
43	المطلب الأول: دوافع التدفقات الدولية طويلة الأجل
43	أولاً- الاستقرار الاقتصادي
44	ثانياً- إنتاجية رأس المال
44	ثالثاً- وفرة عوامل الإنتاج والبنية التحتية

45	رابع- حجم السوق
45	خامسا- الاستقرار السياسي
46	المطلب الثاني: دوافع التدفقات الدولية قصيرة الأجل
47	أولا- أسعار الفائدة الدولية
47	ثانيا- التغير في أسعار الأصول المالية
47	ثالثا- سعر الصرف
48	رابع- المخاطر السياسية
49	خلاصة الفصل الأول
51	الفصل الثاني: أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال
52	مقدمة الفصل الثاني
53	المبحث الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر
53	المطلب الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر
56	المطلب الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر
56	أولا- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر حسب معيار هدف المستثمر
57	ثانيا- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر حسب معيار مجال الاستثمار
57	ثالثا- أشكال الاستثمار الأجنبي حسب معيار الملكية
59	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر
59	أولا- نظرية عدم كمال السوق
60	ثانيا- نظرية دورة حياة المنتج
61	ثالثا- نظرية الموقع
61	رابعا- نظرية الموقع المعدلة
62	خامسا- نظريات أخرى
64	المبحث الثاني: الاستثمار الأجنبي المحفزي
65	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفزي

65	أولا- تعريف الاستثمار المحفظي
66	ثانيا- أشكال الاستثمار الأجنبي المحفظي
68	ثالثا- أشكال أخرى للاستثمار الأجنبي غير المباشر
69	رابعا- الفرق بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والاستثمار الأجنبي المباشر
70	المطلب الثاني: نظرية محفظة الأوراق المالية الدولية ومحددات الاستثمار المحفظي
71	أولا- مصادر العائد من الاستثمار الأجنبي المحفظي
73	ثانيا- مصادر الخطر في الاستثمار الأجنبي المحفظي
74	المبحث الثالث: القروض والمساعدات الدولية
74	المطلب الأول: القروض الدولية
75	أولا- مفهوم القروض الدولية
77	ثانيا- أشكال القروض الخارجية
80	المطلب الثاني: المساعدات والمنح الدولية
80	أولا- مفهوم المنح والمساعدات الدولية
81	ثانيا- أشكال المساعدات والمنح الدولية
83	خلاصة الفصل
84	الفصل الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الحركة الدولية لرؤوس الأموال
85	مقدمة الفصل الثالث
86	المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب والنتائج.
86	المطلب الأول: الأزمات المالية
86	أولا- مفهوم الأزمة المالية
87	ثانيا- أنواع الأزمات الاقتصادية
88	المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية قبل سنة 2008
88	أولا- أزمة الكساد الكبير 1929
89	ثانيا- أزمة أكتوبر 1987

91	ثالثا- أزمة المكسيك 1994
93	رابعا- الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا 1997
96	المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008
96	أولا- أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية 2007:
98	ثانيا- من أزمة قطاعية إلى أزمة عالمية
100	ثالثا- انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري
103	رابعا- نتائج وتكاليف الأزمة المالية العالمية
105	خامسا- مواجهة الأزمة
114	المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية على حجم وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر
114	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر
117	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للاستثمار الأجنبي المباشر
117	أولا: تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر
124	ثانيا: تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الصادرة للاستثمار الأجنبي المباشر
128	المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية على الاستثمار المحفظي
128	المطلب الأول: تطور حركة الاستثمار المحفظي في ظل الأزمة المالية العالمية.
130	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للاستثمار المحفظي
132	أولا- تأثير الأزمة المالية العالمية على توزيع تدفقات الاستثمار المحفظي الواردة بين القارات
134	ثانيا- تأثير الأزمة المالية على ترتيب أكثر الدول استقطابا للاستثمار المحفظي
136	ثالثا- أثر الأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار المحفظي للدول النامية والأسواق الناشئة
140	خلاصة الفصل الثالث
142	الفصل الرابع: دراسة قياسية لمحددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال باستخدام بيانات بانل
143	مقدمة الفصل الرابع

144	المبحث الأول: تحليل نماذج بيانات بانل
144	المطلب الأول: تعريف ومزايا نماذج البانل
144	أولا- تعريف نماذج بانل
146	ثانيا- مزايا نماذج بانل
147	المطلب الثاني: النماذج الأساسية لبيانات البانل
148	أولا- نموذج الانحدار المجمع (PRM)
149	ثانيا- نموج الآثار الثابتة (FME)
150	ثانيا- نموج الآثار العشوائية (RME)
152	المطلب الثالث: اختبارات التحديد والمفاضلة بين النماذج الأساسية لبيانات بانل
152	أولا- اختبار التجانس لهسياو (Hsiao)
155	ثانيا- اختبارات التحديد
157	المطلب الرابع: دراسة استقرارية بيانات البانل
158	أولا- اختبار جذر الوحدة ADF لمعطيات البانل
159	ثانيا- اختبار Levin, Lin and Chu (1993 - 2002)
162	المبحث الثاني: تحليل متغيرات الدراسة
162	المطلب الأول: اختيار العينة وتحديد متغيرات الدراسة
162	أولا- اختيار العينة
163	ثانيا- متغيرات الدراسة
166	المطلب الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية
166	أولا- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدول النامية
167	ثانيا- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدول المتقدمة
169	المطلب الثالث: تحليل معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة
169	أولا- الارتباط بين متغيرات الدول النامية
171	ثانيا- الارتباط بين متغيرات الدول المتقدمة

173	المبحث الثالث: بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر ومحددات الاستثمار المحفظي
173	المطلب الأول: تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر
173	أولاً- تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية
178	ثانياً- تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة
183	المطلب الثاني: بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي
183	أولاً- تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي في الدول النامية
186	ثانياً- تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي في الدول المتقدمة
189	خلاصة الفصل الرابع
190	الخاتمة العامة
191	أولاً- النتائج
196	ثانياً- الاقتراحات
196	ثالثاً- آفاق البحث
197	قائمة المراجع
198	أولاً: باللغة العربية
206	ثانياً: باللغات الأجنبية
210	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	نمو التجارة الدولية كنسبة من الناتج العالمي الإجمالي (مليار دولار)	(1-1)
38	تطور أعداد الشركات متعددة الجنسيات خلال الفترة 1990-2010	(2-1)
41	مساهمة الشركات المتعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي: مؤشرات مختارة خلال الفترة (1990-2012)	(3-1)
70	مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المحفطي	(1-2)
102	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة سنة 2008 في أهم الاقتصاديات العالمية	(1-3)
108	أهم التدابير التي اتخذها الدول الأوروبية لمواجهة الأزمة	(2-3)
111	إجراءات السياسة النقدية في الدول المتقدمة لمواجهة الأزمة المالية العالمية	(3-3)
112	أهم تدابير السياسة المالية في الدول المتقدمة لمواجهة الأزمة المالية العالمية	(4-3)
115	حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (2003-2014) بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي سنة 2015	(5-3)
118	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)	(6-3)
120	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد بين الدول المتقدمة خلال الفترة (2003-2015)	(7-3)
121	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد بين الدول النامية خلال الفترة (2003-2015)	(8-3)
126	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015)	(9-3)
131	صافي تدفق الاستثمار المحفطي على أهم المناطق في العالم خلال الفترة (2001-2013)	(10-3)
133	توزيع التدفقات الوافدة للاستثمار المحفطي بين القارات (2001-2015) بالمليار دولار	(11-3)
135	ترتيب العشر دول الأكثر استقطابا للاستثمار المحفطي (مقارنة بين سنوات 2002، 2008، 2015) بالمليار دولار	(12-3)

137	تطور تدفق الاستثمار المحفظي لأهم الدول النامية والدول الناشئة للفترة (2001-2015) بالمليار دولار	(13-3)
145	أسلوب عرض البيانات في نماذج بانل	(1-4)
163	متغيرات الدراسة القياسية	(2-4)
166	نتائج اختبارات الاستقرار على السلاسل المجمع (Panel data) للدول النامية	(3-4)
168	نتائج اختبارات الاستقرار على السلاسل المجمع (Panel data) للدول المتقدمة	(4-4)
170	معاملات الارتباط بين متغيرات الدول النامية	(5-4)
171	معاملات الارتباط بين الاستثمار المحفظي وباقي المتغيرات للدول النامية	(6-4)
172	معاملات الارتباط بين متغيرات الدول المتقدمة	(7-4)
174	نتائج تقدير محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية	(8-4)
175	نتائج تقدير المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية	(9-4)
177	نتائج اختبار هوسمان	(10-4)
180	نتائج تقدير محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة	(11-4)
181	نتائج اختبار هوسمان لاختيار النموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للدول المتقدمة	(12-4)
184	نتائج تقدير محددات الاستثمار المحفظي في الدول النامية	(13-4)
187	نتائج تقدير محددات الاستثمار المحفظي في الدول المتقدمة	(14-4)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
114	التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (1995-2014) بالمليار دولار	(1-3)
123	أكبر عشرين دولة مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة لفترة ما قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 20028)	(2-3)
125	تطور حجم ونسبة الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الدول المتقدمة خلال الفترة (2005-2015) بالمليار دولار	(3-3)
127	أكبر عشرين دولة مصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات سني 2012 و 2013	(4-3)
129	تطور حجم الاستثمار المحفظي في العالم خلال الفترة (2001-2015)	(5-3)

المقدمة العامة

أولا - توطئة:

واجهت معظم الدول في فترات مختلفة عدم كفاية التمويل الداخلي، فلجأت لمصادر التمويل الخارجي بمختلف أنواعها، فغلبت المساعدات المالية التي تلقتها الدول الأوربية من الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية على أشكال التمويل الدولي في تلك المرحلة، وعرفت ستينيات وسبعينات القرن الماضي هيمنة القروض الدولية خاصة الموجهة للدول النامية من طرف المؤسسات المالية الدولية لسد الفجوة بين احتياجات التمويل والموارد المحلية المحدودة، ومنذ بداية التسعينيات من القرن الماضي طرأ تحولا كبيرا على تركيبة الحركة الدولية لرؤوس الأموال من خلال النمو المتسارع في حركة الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في الأوراق المالية.

يعبر النمو الهائل في حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال أهم مظاهر العولمة الاقتصادية وزيادة التكامل الاقتصادي، ويعكس اقتناع معظم الدول بالدور الإيجابي لهذه التدفقات فهي تساهم في سد العجز في الادخار الوطني، بالإضافة للمزايا الأخرى المتعلقة بالاستفادة من تحويل التكنولوجيا المتطورة في أساليب الإنتاج والتسيير والإدارة، فضلا على الآثار الإيجابية الأخرى على مستوى التشغيل وتنمية التجارة الخارجية وتراكم رأس المال وغيرها، لذلك تتنافس معظم دول العالم بتهيئة المناخ المناسب لجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في شكل استثمارات أجنبية مباشرة واستثمارات في المحافظ المالية.

إن المنافسة على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية أدت إلى تحرير الأسواق المالية واتخاذ إجراءات تحفيزية اتجاه الاستثمار الأجنبي، وأصبحت الشروط والتشريعات المشجعة للاستثمار الأجنبي متقاربة فيما بين الدول، هذا ما يثير التساؤل حول العوامل (المحددات) الأكثر أهمية التي تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية، أو تؤدي إلى تفضيل وجهة عن وجهة أخرى.

يعتبر رأس المال الأجنبي قصير الأجل حساس جدا للتغيرات التي تحصل في المؤشرات الاقتصادية والمالية، وينتقل بسرعة وبأحجام هائلة (سلوك القطيع) لمحاولة اغتنام فرص تحقيق الربح وتجنب إمكانية حصول خسارة، إن هذه الحركة الهائلة للأموال المصاحبة لأي تغير أو توقع تطورات طفيفة في إحدى المؤشرات تسببت في الكثير من المشاكل الاقتصادية والمالية، كما حدث في أزمة المكسيك وأزمة دول جنوب شرق آسيا.

قطعت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 سلسلة من النمو المطرد في حركة الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي دامت لعدة سنوات، فقد أدت إلى اضطرابات كبيرة في الحركة الدولية لرؤوس الأموال، خاصة في المراكز المالية الكبرى، وبالرغم من مقاومة البورصات والحكومات ومحاولات الهروب الجماعية لرؤوس الأموال، إلا أن ذلك لم يمنع من إعادة توزيع ولو بشكل بسيط لاتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

ثانيا - الإشكالية:

انطلاقا مما سبق ستكون دراسة تطور مكونات الحركة الدولية لرؤوس الأموال خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المحفطي، وأهم العوامل المحددة لاتجاه حركته وتأثير الأزمة المالية عليه، موضوع بحثنا هذا، الذي نصوغ إشكاليته في التساؤل التالي:

ما هي العوامل الاقتصادية المحددة لاتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال وكيف أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على حجم واتجاه التدفقات الدولية لرؤوس الأموال ؟

يندرج ضمن هذا التساؤل مجموعة من الأسئلة سنحاول الإحاطة بها من خلال موضوعنا هي:

- 1- كيف تطورت أهم مكونات الحركة الدولية لرؤوس الأموال ؟
- 2- ما هي العوامل التي أدت إلى النمو الهائل في حجم التدفقات الرأسمالية الدولية ؟
- 3- كيف أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي وعلى التوزيع الجغرافي لهما على مختلف مناطق العالم ؟
- 4- ما هي العوامل الاقتصادية التي لها تأثير معنوي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفق الاستثمار المحفطي ؟

ثالثا - الفرضيات:

- 1- يعود التغيير في تركيبة الحركة الدولية لرؤوس الأموال بداية من تسعينيات القرن الماضي، إلى النمو المتسارع في الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، الذي يرجع بدوره إلى مجموعة من العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الدولية كزيادة نشاط الشركات متعددة الجنسيات، وظهور التكتلات الاقتصادية، والاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية.
- 2- أدت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى تراجع حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أدت لتراجع حجم التدفقات الدولية للاستثمار المحفطي.
- 3- يرتبط تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بمجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي التي تخص حجم السوق والأداء الاقتصادي والبنية التحتية.

4- تعتبر المؤشرات المالية (سعر الفائدة، أسعار الأصول، أسعار صرف العملات، التضخم) العوامل الأكثر تأثيراً على حجم واتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

رابعاً- أهداف البحث:

- تتبع التطور التاريخي لمفهوم الحركة الدولية لرؤوس الأموال سواء على المستوى النظري من خلال ما تناولته الأدبيات الاقتصادية، أو على المستوى التطبيقي من خلال تتبع تطور تركيبة وحجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال.

- محاولة بناء نموذج قياسي باستخدام تقنية (نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية les donnée de panel)، لمعرفة تأثير مختلف العوامل الاقتصادية والمالية على اتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

- محاولة معرفة تأثير الأزمة المالية العالمية على حجم واتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

خامساً- حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: يشمل كل مناطق العالم، إلا أن الدراسة القياسية تتحدد في مجموعة مكونة من 17 دولة متقدمة و20 دولة نامية، وتوقف اختيار العينتين على مدى توفر البيانات الخاصة بكل دولة.

- الحدود الزمنية: الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2014، تشمل فترة الدراسة مرحلة ما قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ومرحلة ما بعد الأزمة لمحاولة المقارنة بين الفترتين لإظهار آثار الأزمة على الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

- الحدود الموضوعية: ركزت الدراسة على الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي كأهم شكلين للحركة الدولية لرؤوس الأموال.

سادساً- منهج وأدوات الدراسة:

تمشيا مع طبيعة الموضوع والإشكالية المطروحة، ولإختبار الفرضيات السابقة، يستخدم البحث المنهج الوصفي من خلال ما تناولته الدراسات السابقة للموضوع وما توفره النظرية الاقتصادية من توصيف لظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال، ويستخدم البحث أسلوب التحليل الكيفي من خلال تحليل واقع الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي خلال الفترة (2000-2014) وتحليل تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على

هذين الشكلين الأساسيين للحركة الدولية لرؤوس الأموال، كما نستخدم أسلوب التحليل الكمي باستخدام تقنية نماذج بانل في بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر لعينة من الدول النامية وعينة من الدول المتقدمة، وكذلك نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المحفطي.

سابعا- الدراسات السابقة:

- دراسة حسين بن رقدان المهجوج¹ 2004: بعنوان " اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي " توصلت الدراسة من خلال بناء نموذج قياسي إلى أن الموارد الطبيعية وحجم السوق (الناتج المحلي الإجمالي) ورصيد الحساب الجاري وعدم الاستقرار السياسي هي أهم محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1980-2002).

- دراسة أنمار أمين حاجي و محمد نايف محمود² 2005: بعنوان " اثر التجارة الالكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق رأس المال الأجنبي لعينة مختارة من الدول الآسيوية باعتماد التصنيف الصناعي " توصلت الدراسة إلى أن متغيرات الصادرات وسعر الصرف، التجارة الالكترونية، الناتج المحلي الإجمالي لها تأثير معنوي على تدفق رأس المال الأجنبي.

- دراسة مفيد ذنون يونس و دنيا احمد عمر³ 2006: بعنوان "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في أقطار عربية مختارة" توصلت الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال بيانات مجموعة من الدول العربية خلال الفترة (1980-2000) إلى أن حجم السوق والادخار المحلي يؤثران إيجابيا في الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين أن نسبة الميزان الجاري إلى الناتج الوطني الإجمالي لها تأثير سلبي على الاستثمار الأجنبي المباشر، أما مؤشرات النمو الاقتصادي والإنفاق الحكومي والتضخم ليس لها أي تأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة الدول محل الدراسة.

¹ حسن بن رقدان المهجوج، اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر الاستثمار والتمويل تطوير في الإدارة العربية لجذب الاستثمار، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر من 5 إلى 8 ديسمبر 2004.

² أنمار حاجي و محمد نايف، أثر التجارة الإلكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق رأس المال الأجنبي لعينة من الدول الآسيوية باعتماد التصنيف الصناعي، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، العراق 2006.

³ مفيد ذنون يونس، دنيا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق 2006.

- دراسة عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران كاظم¹ 2009: بعنوان "قياس اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية -الهند حالة دراسية-" توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار المحفظي الداخل والخارج في الهند خلال الفترة (1993-2008) يرتبط ايجابيا مع كل من: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقد، الادخار المحلي، مستويات الأسعار، الاستهلاك المحلي ويرتبط الاستثمار المحفظي عكسيا مع سعر الصرف.

- دراسة عبد القادر ناصور² 2013: بعنوان "اشكالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر" توصلت الدراسة إلى أن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة (1980-2010) يتأثر سلبيا بالمتغيرات التالية: سعر الصرف، معدل الفائدة، معدل التضخم والإيرادات الضريبية غير النفطية. ويرتبط تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بعلاقة طردية مع الناتج الداخلي الخام.

ثامت - مساهمة الباحث:

- اقتصر أغلب الدراسات السابقة على دراسة محددات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال بيانات دولة واحدة أو عدد محدود من الدول، لذلك سنعمد في هذه الدراسة إلى استخدام عينة تتكون من 20 دولة نامية، وعينة تتكون من 17 دولة متقدمة، ومقارنة نتائج العينتين، لأن زيادة حجم العينة والفترة المدروسة يزيد من كم المعلومات حول الظاهرة للوصول إلى نتائج أكثر دقة. كما حاولنا دراسة وتحليل المحددات الاقتصادية الكلية للتدفقات الدولية للاستثمار المحفظي.

- من خلال هذه الدراسة وبالاعتماد على الإحصائيات التي توفرها المؤسسات الاقتصادية الدولية، سنعمل على إظهار أثر الأزمة المالية العالمية على التدفقات الدولية لرؤوس الأموال في أهم المناطق في العالم، وكذلك إظهار كيف ساهمت الأزمة المالية ولو جزئيا في إعادة توزيع التدفقات الدولية لرؤوس الأموال سواء الصادرة أو الواردة منها.

تاسعا - هيكل البحث:

تم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول، حيث خصص الفصل الأول للتعريف بمهية الحركة الدولية لرؤوس الأموال في أربعة مباحث، يتناول المبحث الأول مفهوم الحركة الدولية لرؤوس الأموال بالإضافة إلى التفرقة

¹ عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران كاظم، قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الكلية للبلدان النامية دراسة حالة الهند، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 18، العراق 2009.

² عبد القادر ناصور، إشكالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: محاولة تحليل، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان 2014.

بين أهم المفاهيم والتصنيفات المستخدمة في التعبير عن حركة رؤوس الأموال الدولية، وفي المبحث الثاني يتطرق إلى أهم العوامل تطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال، أما المبحث الثالث يستعرض الشركات المتعددة الجنسيات ودورها في تشجيع نمو حركة الاستثمار الدولي، في حين يتناول المبحث الرابع دافع (عوامل الجذب) الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

يتضمن الفصل الثاني أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، ونفصله في ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر وأهم أشكاله والنظريات المفسرة له، أما المبحث الثاني فيستعرض مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي وأهم أشكاله ومحدداته بالإضافة للفرق بين الاستثمار المحفظي والاستثمار الأجنبي المباشر، والمبحث الثالث نتطرق فيه لمفهوم وأشكال كل من القروض الدولية والمساعدات والمنح الدولية.

وفي الفصل الثالث نتناول أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الحركة الدولية لرؤوس الأموال، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، نتطرق في المبحث الأول لأسباب وانعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أما المبحث الثاني فيتناول أثر الأزمة المالية العالمية على الاستثمار الأجنبي المباشر وتوزيعه الجغرافي على أهم مناطق العالم، وفي المبحث الثالث نحلل تأثير الأزمة المالية العالمية على الحركة الدولية للاستثمار المحفظي في العالم.

أما الفصل الرابع فيتضمن إجراء دراسة قياسية لمحددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال باستخدام بيانات بانل، ونقسمه إلى ثلاثة مباحث، نستعرض في المبحث الأول تحليل نماذج بيانات بانل، وفي المبحث الثاني فيتطرق إلى تحليل لبيانات متغيرات الدراسة واختيار العينة، أما المبحث الثالث فيتناول بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر ونموذج قياسي لمحددات للاستثمار الأجنبي المحفظي.

الفصل الأول:

الحركة الدولية لرؤوس

الأموال

مقدمة الفصل الأول:

عرفت الحركة الدولية لرؤوس الأموال العديد من التحولات تاريخيا سواء من حيث تركيبتها أو نظرة الدول المستضيفة لها، فبعد أن كانت مرتبطة بعمليات اقتصادية، كتسوية المدفوعات الدولية (إقراض وإقتراض) وتمويل التجارة الدولية. تعاضم حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بغرض استثمار رأس المال وتحقيق عائد من وراء ذلك، وزاد الاهتمام بهذا الموضوع نتيجة عولمة النشاط الاقتصادي وزيادة نشاط الشركات متعددة الجنسيات ودورها في إعادة هيكل الإنتاج العالمي والتجارة الدولية وعمليات نقل التكنولوجيا في ظل عالم يتزايد فيه التكامل الاقتصادي والتحرير المالية وتقدم تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

ولإحاطة بماهية الحركة الدولية لرؤوس الأموال قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول: ماهية الحركة الدولية لرؤوس الأموال؛

المبحث الثاني: عوامل تطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال؛

المبحث الثالث: الشركات متعددة الجنسيات؛

المبحث الرابع: دوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

المبحث الأول: ماهية الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

تعاظم حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال مع بداية الثمانينات، وشكل جانبا مهما في العلاقات الاقتصادية الدولية يضاهاى بل ويفوق الجانب الخاص بحركة السلع والخدمات على المستوى الدولي.

تقوم تريلونات الدولارات المتدفقة سنويا بنقل القوة الشرائية بين الدول، بحيث تخصص للمناطق ذات الطلب الأكبر، ويتم ذلك من خلال تمويل عمليات التجارة الدولية، وتسوية المدفوعات الدولية بصفة عامة كعمليات الإقراض والاقتراض وسداد الديون وتقديم المساعدات المنفردة أو في إطار الهيئات السياسية والاقتصادية العالمية.

يرتبط جزء مهم من التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بتوظيف هذه الأموال في الخارج بهدف تعظيم فرص الربح، أي أن عملية انتقال رأس المال إلى الخارج، ليس مرتبطة بعمليات اقتصادية أخرى وإنما بغرض استثمار رأس المال، وتحقيق عائد من وراء ذلك، وهذا ما يعرف بالاستثمار الأجنبي.

المطلب الأول: مفهوم الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

يمكن القول بشكل عام في ضوء التجارب الاقتصادية العالمية، أنه ربما باستثناء إنجلترا ودول الطفرة الأولى للثورة الصناعية في نهاية القرن الثامن عشر، فقد مرت معظم الدول بمرحلة قصور في التمويل المحلي والاعتماد على التمويل الدولي، وقد كانت هذه بوجه خاص تجربة الولايات المتحدة الأمريكية وعديد من دول أمريكا اللاتينية، فالاعتماد على الاستثمارات الأجنبية عامة والمباشرة على وجه الخصوص لتعويض القصور في الموارد المحلية نمط معروف وله سوابق تاريخية¹.

وخلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى مطلع السبعينات، شكلت المصادر الرسمية نسبة عالية جدا من هذه التدفقات التي كانت تتجه إلى الدول النامية، وكانت أغلبها عبارة عن قروض في أشكال مختلفة، وبنهاية الثمانينات ومطلع التسعينات عرفت الحركة الدولية لرؤوس الأموال تطورا هاما سواء من حيث ارتفاع أحجامها أو من حيث الانتشار الجغرافي، وطمح عليها طابع الاستثمار سواء المباشر أو غير المباشر، فمثلا

¹ حازم الببلاوي، الاستثمار الخارجي وفجوة التمويل المحلي"، المؤتمر العلمي السادس حول الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية، بيروت - 29 28 جوان 2002، ص1.

يقدر الخبراء الماليون أن (حجم التدفقات الرأسمالية العالمية سنوياً هو 100 ألف مليار دولار يتجه منها 4 % لتمويل التجارة الدولية و 16 % للاستثمارات الإنتاجية المباشرة في قطاعات الزراعة والصناعة والخدمات، بينما تتجه بقية الأموال للتوظيفات المالية في الأسواق المختلفة عبر الأسهم والسندات أو المضاربة على أسعار صرف العملات)¹.

يتم تداول ظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال في الأدبيات الاقتصادية تحت العديد من الاصطلاحات كالتحويل والاستثمار الدولي، التدفقات المالية الدولية، التدفقات الرأسمالية الدولية، والتي تمثل بصفة عامة ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبط بتوفير رؤوس الأموال للتبادل دولياً، وهو بذلك يمثل الجانب النقدي والمالي للعلاقات الاقتصادية الدولية والتي تعاضمت مكانته وتجاوزت قيمة الجانب الحقيقي المتمثل في التجارة الدولية.

إن التدفقات الدولية لرأس المال عادة لا تعني انتقال الآلات والسلع الرأسمالية، لأنه عندما تشتري شركة محلية مثلاً آلة من سوق أجنبية، وتريد أن تستقدمها إلى البلد الذي تقيم فيه هذه الشركة، فإن هذا النوع من التدفقات يعامل على أنه تدفق تجاري عادي وليس تدفقاً رأسمالياً، وإنما يقصد بها انتقال القوة الشرائية التي لم تخصص للاستهلاك من بلد إلى آخر، أي انتقال رأس المال النقدي من الأفراد المعنويين والطبيعيين من بلد إلى آخر، وتوصف القوة الشرائية المنتقلة دولياً على أنها تمثل مبالغ رؤوس الأموال المتحركة بين بلدين سعياً وراء غايات سواء بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية استثمارية كسواء أوراق مالية أو أموال تدر ربحاً أو امتلاك أرض تعطي ريعاً، أو بقصد توظيفها في عمليات ائتمانية مثمرة أو إدخالها في عمليات غير مثمرة، كحفظ النقود أو الأرصد النقدية الكبيرة في مكان ما مثل المصارف أو بيوت الإيداع وذلك تفادياً للإحطار التي يمكن أن تتعرض لها في ظروف شاذة اقتصادية أو سياسية، مثل تعرضها لانخفاض القيمة أو تعرضها للمصادرة أو التأميم، "إن هذه الغايات التي تتوسط واقعة الانتقال في إنجازها لا تتعدى عن كونها إنفاق الرساميل أو تحصيلها أو خزنها أو تسميرها"².

ويعتبر رأس المال عاملاً مهماً من عوامل الإنتاج وأحد الأركان الأساسية الذي يمكن من خلاله أو بمساعدته استثمار موارد البلد الطبيعية والبشرية، ولما كانت رؤوس الأموال موزعة توزيعاً غير متساوي بين البلدان

¹ أكرم الحوراني، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا 2004، ص 17.

² سمير أمين، التراكم على الصعيد الدولي، دار بن خلدون، لبنان 1978، ص 181.

فإن عملية تقليل هذا التفاوت تبقى مهمة النظام النقدي الدولي، حيث تنتقل رؤوس الأموال من البلدان ذات الفائض النسبي إلى البلدان التي هي بحاجة إليه وعملية الانتقال تتم لأسباب معينة وأهداف محددة.

وتتنوع التدفقات المالية الدولية وتظهر تحت بند التحويلات الرأسمالية لميزان المدفوعات، وتتضمن: الاستثمارات المباشرة، استثمارات الحافظة واستثمارات أخرى، كما تتضمن الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، والائتمانات التجارية وقروض صندوق النقد الدولي¹، فإذا كانت بنوداً مدينة فتسمى التدفقات الداخلة لرأس المال، وإذا كانت بنوداً دائنة فتسمى تدفقات خارجة لرأس المال.

أولاً - التمويل الدولي والاستثمار الدولي:

يقصد بالتمويل الدولي ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية، المتعلق بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دولياً، فالعلاقات الاقتصادية الدولية تتكون من شقين، الأول يتمثل في الجانب السلعي (الاقتصاد الحقيقي)، والآخر هو الجانب المالي و النقدي، الذي يرافق انسياب السلع والخدمات، إضافة إلى تدفقات رأس المال لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف صوره، وكذا الالتزامات المالية المترتبة على الدول كالإعانات، والتعويضات.² بينما الاستثمار الدولي يقصد به حركة رأس المال عبر الأقاليم المختلفة وتوظيفها في الأنشطة الاقتصادية بغرض الحصول على أرباح، أي أنه ذلك الجزء من التمويل الدولي الخاص بتوظيف الأموال خارج حدود الدولة في أنشطة اقتصادية.

كان مصطلح الاستثمار الدولي أكثر استعمالاً وشيوعاً في الأدبيات الاقتصادية خاصة خلال فترة ما قبل الحرب العالمية الثانية، وأصبح مصطلح الاستثمار الأجنبي أصبح الأكثر تداولاً بعد ذلك. إلا أن الفكرة الخاصة بانتقال رؤوس الأموال أوسع من فكرة الاستثمارات، إذ قد ينتقل رأس المال بين بلدين في صورة منح أو تعويضات دون أن يقترن ذلك حتماً بأي استثمار من البلد المرسل لرأس المال، كما أن البلد المتلقي لرأس المال قد لا يستعمله في الحصول على سلع استثمارية من الخارج، و لكن يستعمله في الحصول على سلع استهلاكية أو معدات عسكرية.³

¹ إبراهيم موسى، قياس وتحليل أثر التدفقات المالية الدولية في التنمية الاقتصادية في بلدان نامية مختارة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، العراق 2009، ص 03.

² عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان الأردن، 1999، ص 2.

³ غريب جمال، صلاح الدين عقدة، التخلف الاقتصادي والتنمية، مطابع مركز التدريب المهني للشرطة، مصر بدون سنة نشر، ص 174.

ثانيا - السوق الدولي لرؤوس الأموال:

أسواق رأس المال الدولية مثلها مثل أسواق رأس المال المحلية، تباشر بتحويل النقود عبر الدول من أولئك الذين يرغبون في تأجيل إنفاقهم على السلع والخدمات، لأولئك الذين يرغبون في زيادة إنفاقهم على الخدمات والسلع (بما في ذلك السلع الاستثمارية) خلال الفترة الحالية.

وتقوم شبكة من المؤسسات المالية، تشتمل على بنوك الاستثمار وسماسرة الأوراق المالية والبنوك التجارية وشركات الإقراض والادخار وشركات التأمين والمعاشات، بدور الوسيط لتسهيل تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين.¹

تمتد أسواق التمويل عبر الحدود الدولية، حيث يجد المقرضون غالبا أن المقرضين في الدول الأجنبية يقدمون معدلات عائد أعلى مقابل مخاطر معينة، عما يقدمه المقرضون المحليون، وغالبا ما يجد المقرضون أيضا أن الأموال تعتبر متاحة عند معدلات عائد مقبولة في الدول الأجنبية، هذه المعاملات والتي هي بطبيعتها دولية في مختلف الأصول بين المقرضين والمقترضين والوسطاء الماليين تشكل ما يعرف بسوق التمويل الدولية، ويعرف التحويل الدولي للأموال المصاحب لمثل هذه المعاملات بالتحركات الدولية لرؤوس الأموال.²

ثالثا - حركة رؤوس الأموال في ميزان المدفوعات:

يتم تسجيل حركة رؤوس الأموال ضمن حساب حركات رؤوس الأموال والذهب، وقسم صندوق النقد الدولي المعاملات المدونة في هذا الحساب إلى مجموعتين (معاملات القطاع غير النقدي، ومعاملات القطاع النقدي) وتتضمن:³

1- معاملات رأس المال المتعلقة بالقطاع غير النقدي: ويقصد به المعاملات التي يقوم بها الأفراد أو المؤسسات غير المصرفية وتشتمل على ما يلي:

¹ جون هيدسون، مارك هرنذر، ترجمة: طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1987، ص336.

² جون هيدسون، المرجع السابق، ص337.

³ محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، دار المنهل اللبناني، ط1، لبنان 2010، ص ص 163 - 166.

أ- الاستثمارات الخاصة المباشرة: ويقصد بها الاستثمارات في مشروعات تقع في دولة معينة، وتقع تحت إشراف أشخاص يقيمون في دولة أخرى، وبمعنى آخر، فإن هذه المشروعات ما هي إلا فروع لمؤسسات أجنبية. وهذه الاستثمارات بطبيعتها طويلة الأجل.

ب- حركات رؤوس الأموال الخاصة طويلة الأجل: وتشمل القروض التي تزيد مدتها عن سنة، وكذلك العمليات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية عند إصدارها.

ج- حركات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل: وتشمل القروض أو السلفيات التي تقل عن سنة، والإيداعات في البنوك الأجنبية والقروض التجارية، وتداول الأسهم والسندات الأجنبية، كما يشمل هذا البند تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تتم بصفة تلقائية.

د- المعاملات الرأسمالية للقطاع العام: وهي المعاملات المتعلقة بكل المؤسسات العامة، وتشمل القروض العامة وسدادها، والمعاملات مع المنظمات الدولية غير النقدية، مثل منظمة الأغذية والزراعة (الفاو) ومنظمة الصحة العالمية وغيرها.

2- معاملات رأس المال المتعلقة بالقطاع النقدي: ويقصد بها المعاملات التي تقوم بها هيئات رسمية كالبنك المركزي والمؤسسات المصرفية وجميع الهيئات المصرح لها بالتعامل بالصراف الأجنبي، وتتكون من:

أ- رأس المال طويل الأجل: ويتمثل في:

- القروض الحكومية والمصرفية طويلة الأجل؛
- الديون على صندوق النقد الدولي، مثل حصة الدولة من رأس مال الصندوق، سواء من الذهب أو النقد المحلي، أو القروض الممنوحة له بالعملة الوطنية؛
- التعامل مع البنك الدولي؛
- الأصول الحكومية، مثل أذونات الخزانة والسندات التي تصدرها الحكومات وهي صكوك طويلة الأجل.

ب- رأس المال القصير الأجل: ويتمثل في:

- أرصدة الخارج من العملة المحلية؛
- الودائع الأجنبية في بنوك محلية؛

- أذونات الخزانة العامة المتداولة؛
- القروض قصيرة الأجل الممنوحة لهيئات حكومية أو مصرفية؛
- الأرصدة الدائنة في نطاق اتفاقيات الدفع الدولية؛
- القروض التي يمنحها القطاع الرسمي والبنوك للخارج؛
- أرصدة القطاع الرسمي والبنوك من الصرف الأجنبي.

رابعاً- تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

يمكن تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال بأنها تحركات الأموال من إحدى الدول إلى دولة أخرى بهدف شراء الأصول من الدولة الثانية، وتشمل الأصول على السندات المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالإضافة للأسهم والأصول المادية مثل الآلات والعقارات¹.

يتضح من تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال أن:

- ظاهرة التدفقات الدولية لرؤوس الأموال تقتزن بظاهرة الاستثمار، أي استخدام القوة الشرائية المنقولة للحصول على عائد، إلا أنه في حالات استثنائية يكون القصد من وراء إنتقالها ليس الاستثمار وإنما لوضعها في مأمن من المخاطر السياسية والاقتصادية، أي أن الغرض من إنتقالها تحقيق الأمان وليس الحصول على عائد، ولكن تعتبر هذه الحالة من قبيل الحركة الدولية لرؤوس الأموال، لأن تحقيق الأمان لا يقل أهمية عن تحقيق عائد.

- حركة رؤوس الأموال المصاحبة لعمليات التجارة الدولية (الاستيراد والتصدير) لا تدخل ضمن ظاهرة الإنتقال الدولي لرأس المال لأنها لا تتضمن عملية استثمار، حتى ولو كانت عملية الاستيراد والتصدير تخص سلعا إنتاجية.²

- كما أن المساعدات النقدية الدولية وتحويلات المهاجرين إلى بلدانهم لا يمكن إدخالها ضمن ظاهرة حركة رؤوس الأموال الدولية لأنها لا تتضمن استثماراً.

¹ جون هيدسون، المرجع السابق، ص 207.

² علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة، ط 1، الأردن 2007، ص 207.

- ظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال تتمثل أساسا في الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار الدولي في محفظة الأوراق المالية، لذلك "فان كل ما تحدث به الاقتصاديون عن حركة رأس المال يتضمن أساسا نوعين من الاستثمار هما الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفطي".¹

المطلب الثاني: تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

تتحرك رؤوس الأموال دوليا على أشكال مختلفة، ويمكن تصنيف هذه الأشكال وفق العديد من المعايير:

أولا- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار القائم بها:

نفرق هنا بين ثلاثة أنواع من الحركة الدولية لرؤوس الأموال، فنجد رأس مال عمومي (حكومي) ورأس مال خاص، ورأس مال المنظمات الدولية.

1- رأس مال عمومي: عندما تصدر رؤوس الأموال عبر القنوات الحكومية يعتبر بمثابة تصدير لرأس المال العام.² فعلي سبيل المثال إقتراض أو إقراض حكومة من أو لي دولة ما، أو الحصول على سندات أو أسهم وذلك في إطار مشاريع اقتصادية خارج البلد الأصل، بالإضافة للمنح والمساعدات التي تمنح للدول النامية في إطار ثنائي (دولة مانحة ودولة مستفيدة).

2- رأس المال الخاص: وهو حركة رأس المال الدولية الناتجة عن الاستثمار الخاص وهو ذلك النوع الذي يتم من طرف الأفراد، أو المؤسسات غير الحكومية أو الشركات شبه الحكومية (أي المملوكة جزئيا من قبل الدولة)،³ وعادة ما تكون حركة رأس المال العمومي بشروط تسهيلية مقارنة مع رأس المال الخاص.⁴

3- رأس مال المنظمات الدولية: ويشمل القروض المقدمة من طرف الهيئات الدولية كصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، كما تقدم هذه الهيئات مساعدات ومنحا بشكل منتظم أو في الظروف الطارئة التي تمر بها بعض

¹ سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار حامد، ط 1، الأردن 2000، ص 149.

² محمد دياب، مرجع سابق، ص 256.

³ فارس فيصل، أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر 2004، ص 08.

⁴ محمد دياب، نفس المرجع، ص 256.

الدول، كما أن المساعدات المقدمة من طرف المنظمات الإنسانية تندرج في إطار حركة رأس مال المنظمات الدولية. ويندرج كذلك في هذا الإطار القروض والمساعدات التي تقدمها الهيئات الاقتصادية الإقليمية للدول الأعضاء في هذه الهيئات، يضاف إلى ذلك المساعدات العسكرية التي تقدمها بعض الدول الكبرى للبلدان الصديقة لها.

ثانيا - تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار كيفية الاستخدام:

وتتخذ حركة رؤوس الأموال هنا شكلين: مقيد وحر، فالمقيد هو أن تصدير أو استيراد رأس المال يتم وفق شروط محددة، ومثال على ذلك تعاقد دولتين فيما يخص الإقراض والاقتراض، فالدولة التي تسعى إلى الاقتراض ملزمة باستعمال الأموال المقرضة في شراء السلع والخدمات من أسواق الدولة المقرضة وليس من دولها، كما يشترط صندوق النقد الدولي على الدول الراغبة في الحصول على قروض شروطا محددة، عادة ما تخص تصحيح بعض السياسات الاقتصادية ومتابعة كيفية إنفاق هذه القروض، "إن أغلب القروض التي تمنحها الولايات المتحدة الأمريكية من الشكل المقيد".¹

أما الشكل الحر فهو الذي دون إلزام بالشروط التي يفترض الالتزام في حال حركة رأس المال المقيدة.

ثالثا - تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار المدة:

يقوم معظم تحليل التحركات الدولية لرؤوس الأموال بالترقية بين تدفقات رأس المال طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

1 - حركة رأس المال طويلة الأجل: وتشتمل على الاستثمارات طويلة الأجل التي تستحق الدفع بعد سنة أو أكثر²، وتأخذ أحد الشكلين التاليين:

- الاستثمار في محفظة الأوراق المالية والتي تشمل السندات الحكومية والسندات التي تصدرها الشركات، كما تتضمن شراء الأسهم طالما أنها لا تنطوي على مصلحة الرقابة على المنشأة المصدرة لهذه الأسهم.

¹ غريب جمال، مرجع سابق، ص 176.

² جون هدسون، مرجع سابق، ص 338.

- الاستثمار الأجنبي المباشر وهو استثمار حقيقي في المصانع والسلع الرأسمالية والأرض والمخزون السلعي، وتتضمن الحالة النمطية للاستثمار الأجنبي المباشر منشأة وطنية تمتلك أسهما عادية في شركة أجنبية بنسبة تكفي لإعطاء المنشأة الوطنية حق التحكم (التصويت) في هذه المنشأة، كما يتضمن إنشاء مصنع جديد أو توسعة مشروع في الخارج أو إعادة استثمار أرباح المنشأة التابعة.¹

2- تحركات رأس المال قصيرة الأجل: هي التدفقات الرأسمالية لفترة أقل من سنة وتشمل شراء وبيع السندات قصيرة الأجل عبر الحدود الإقليمية، إن غالبية التدفقات الرأسمالية على الصعيد الدولي هي قصيرة الأجل، وبالدرجة الأولى من خلال الحجم الهائل للعمليات قصيرة الأجل في السوق المالية العالمية.² وتنامي العمليات قصيرة الأجل في سوق الأدوات المشتقة، كما أن رأس المال الأجنبي يدخل لفترات قصيرة في سوق خدمات التأمين، فضلا عن ذلك تشكل القروض والتسليفات قصيرة الأجل جزءا هاما من حركة رأس المال قصيرة الأجل، بالإضافة إلى أذونات الخزانة والأوراق التجارية.

رابعا- تصنيف الحركة الدولية لرؤوس الأموال حسب معيار الشكل:

ونميز بين الشكل النقدي والشكل السلعي، فإذا كان الشكل النقدي يتمثل في القروض والتسليفات واستثمارات مالية مباشرة، فإن حركة رؤوس الأموال في شكلها السلعي تأخذ تصدير الآلات والمعدات والتجهيزات وبراءات الاختراع والتكنولوجيا، في حال كانت تصدر كجزء من الرأسمال التأسيسي للمؤسسة التي تنشئها أو تشتريها الشركة الأم في الخارج.

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سابق، ص 208.

² محمد دياب، مرجع سابق، ص 176.

المبحث الثاني: عوامل تطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

ارتبط ظهور وتطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال بالدول الاستعمارية الكبرى التي كانت تصدر المعدات والآلات للاستثمار في الدول الواقعة تحت سيطرتها، وتوريد الذهب من هذه البلدان، وزاد الاهتمام بحركة رأس المال الدولية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ 1935 حينما ركزت الخزانة في ذلك الحين على مشتريات الأجانب من الأوراق المالية الأمريكية.

المطلب الأول: تطور النظام النقدي الدولي.

إن الحاجة إلى وجود نظام نقدي دولي بدأت مع توسع المبادلات والعلاقات الاقتصادية الدولية، ومع التعدد الواسع للعملات، والتي ظهر معها عدم استقرار أسعار تحويل هذه العملات بعضها إزاء البعض الآخر، أي تقلبات أسعار صرف هذه العملات، إذ نشأت في إطار ذلك بعض الوسائل التي تستخدم على نطاق المعاملات الدولية ومنها الحوالات والكمبيالات، وبعض النظم المبسطة الأخرى التي يراد منها تسوية المدفوعات بين عدة أطراف دولية.

بعدها توقف العمل بقاعدة الذهب أثناء الحرب العالمية الأولى، عرفت مرحلة ما بين الحربين العديد من الاضطرابات في النظام النقدي الدولي حيث حاولت بعض الدول العودة لقاعدة الذهب، غير أنها اختلفت في الكيفية خاصة بعد تراجع أرصدة الدول الصناعية الأوروبية من الذهب لصالح زيادة رصيد الولايات المتحدة، وأن يحمل هذه الصعوبات، التي رافقت العمل بنظام الصرف بالذهب وما أفرزته الأزمة الاقتصادية التي ظهرت بدايتها، في عام 1929، حيث ظهرت البدايات في أمريكا ثم انتقلت إلى دول أوروبا، ومن ثم لبقية دول العالم، دفعت بالعديد من الدول إلى فرض الرقابة على الصرف لمواجهة العجز في موازين المدفوعات، وبالذات الدول المصدرة للمواد الأولية.

بعد أن انتهت الحرب العالمية الثانية، عقد مؤتمر بروتون وودز سنة 1944 وأنشئ صندوق النقد الدولي، الذي كان هدفه الأساسي وضع نظام نقدي دولي جديد للتعاملات المالية الدولية، وكان التركيز على ثبات أسعار الصرف.

حددت أنظمة الصندوق النقدي الدولي على أساس قاعدة الصرف الثابت بالذهب أو بالدولار، وتم الاتفاق على أن معدلات سعر الصرف تكون معبرة (مقيمة) بالذهب أو بعملة قابلة للتحويل إلى الذهب أي الدولار، أي تتركز هذه القاعدة بصفة رئيسية على قابلية تحويل الدولار الأمريكي فقط إلى الذهب من ناحية، و على تثبيت أسعار صرف العملات الأخرى بالنسبة للدولار الأمريكي من ناحية أخرى. كذا تصبح جميع العملات مقيدة بشكل أو بآخر بالذهب من خلال الدولار الذي يتمتع بحرية التحويل بالذهب على أساس 35 دولار للأونون الواحد من الذهب.

من خلال التاريخ النقدي الدولي لما بعد الحرب، يمكن ملاحظة ظاهرة دورية للنزاع الذي يواجهه أربعة أهداف متناقضة: حرية التبادل، حرية تداول رؤوس الأموال، تثبيت معدلات الصرف و استقلالية السياسات الاقتصادية الكلية. لهذا كانت تواجه الحكومات باستمرار مشكلة التوفيق بين هذه الأهداف. فيتعلق الأمر بالتحكيم الذي يتوجب على حكومة أن تؤديه بتحديد الأولوية بين ثلاثة أهداف للسياسة الاقتصادية: ربط سعر الصرف، الحفاظ على سوق رؤوس الأموال مفتوح و أداء سياسة نقدية مستقلة. حسب الخبراء، هناك فقط هدفين يمكن تحقيقهما معا. فيمكن أن تحقق الحكومة استقرار سعر الصرف و سوق رؤوس الأموال مفتوح باعتماد سعر صرف باستمرار ثابتا، لكن يتوجب عليها أن تتخلى عن الاستقلالية النقدية. إذا اعتمدت الاستقلالية النقدية و سوق رؤوس الأموال مفتوح يمكنها أن تطبق سعر صرف عائم، لكن لا يمكنها أن تحقق استقرار سعر الصرف. و أخيرا إذا اختارت استقرار سعر الصرف و الاستقلال النقدي، فيتوجب عليها أن تتخلى عن هدف اندماج سوقها لرؤوس الأموال.¹

وقد لعب نظام النقد الدولي وبالذات إبان سنوات تشغيله الناجحة في الأربعينيات والخمسينيات وحتى النصف الأول من الستينات دورا مهما في خدمة توسيع الرأسمالية الأمريكية خارج حدودها في دول غرب أوروبا وبلدان المحيط، كما رسم إطارا مستقرا لنمو وحركة التجارة الدولية والاستثمارات الخارجية في ضوء ما حققه من ثبات نسبي في أسعار الصرف وتوفير السيولة فيما بين هاتين المجموعتين من البلدان.²

بالرغم من انهيار نظام بروتنودز، إلا أن تجارب هذا النظام ساهمت في تطوير الاندماج النقدي الأوربي والعديد من التكتلات الاقتصادية والنقدية الإقليمية والدولية والتي ساهمت في زيادة درجة الترابط الاقتصادي المالي

¹ قحايبة آمال، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2006، ص 3.

² زمري زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة رقم 118، الكويت 1987، ص 87.

الدولي، وشهد الاقتصاد العالمي منذ بداية السبعينيات اتجاهها نحو تكوين الكتل الاقتصادية وإنشاء مناطق التجارة الحرة والاتحادات الجمركية، وقد تسارع هذا الاتجاه في أعقاب الثمانينات مع إعلان برنامج إنشاء السوق الأوروبية المشتركة سنة 1992 وإنشاء سوق حرة للتجارة بأمريكا الشمالية سنة 1989 ضمت الولايات المتحدة وكندا والمكسيك.¹

شهدت الأسواق المالية والنقدية اتجاهها متزايداً نحو التحرر من القيود بما فيها التشريعات واللوائح والشكليات والمعوقات التي تحد من حركتها وقد بدأت عملية إزالة القيود بعد أن تأكد فشلها وعدم فعاليتها في تخصيص رأس المال وتحقيق أهداف السياسة النقدية. وتهدف هذه العملية - والتي بدأت منذ السبعينات كما أشرنا - إلى إنهاء عملية التدخل الحكومي في النظم المالية، والتي تميزت بها فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، تلك العملية التي أخذت صوراً عديدة منها تحديد حداً أقصى لأسعار الفائدة التي يمكن دفعها على الودائع وتلك التي يتم تحميلها على القروض، تحديد حد أدنى لنسبة رأس المال إلى الأصول، تحديد الاحتياطي القانوني، تحديد أماكن توطين البنوك وتحديد مجال جغرافي معين لتقديم خدماتها وتحديد تلك الخدمات التي يسمح لها بتقديمها. وقد ترتب على هذه العملية الخاصة بإزالة القيود والحواجز على هذا النحو زيادة حدة المنافسة في قطاع الخدمات المالية والبنكية بالإضافة إلى ظهور منتجات وأساليب جديدة (التجارة الإلكترونية، النقود الإلكترونية، البنوك الإلكترونية)، وكذلك الاتجاه المتزايد نحو التوريق.

تفاوت الاتجاه نحو إزالة القيود من دولة إلى أخرى و اتخذ عدة أشكال مثل تخفيف القيود و الإجراءات المعوقة لحركة تدفق رؤوس الأموال و استثمارها، إلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي، إزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة الدائنة و المدينة و تلك المفروضة على العمولات و تسعير الخدمات المصرفية و إلغاء السقوف الائتمانية، و رفع القيود على عمليات الصرف الأجنبي.²

إن التحلي عن نظام سعر الصرف الثابت في بداية السبعينيات ساهم في تطور حركة تدفقات الأموال قصيرة الأجل، فقد كان المتوسط اليومي لحركة التدفقات المالية حوالي 15 مليار دولار عام 1973، ارتفع إلى 880 مليار عام 1992، ثم 1300 مليار عام 1995، وتخطى 1500 مليار عام 1998، وفي تلك الفترة نما

¹ قحايرة آمال، المرجع السابق، ص5.

² بربش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2003، ص29.

قطاع البنوك والخدمات المالية بنسبة تفوق بمراحل نمو الإنتاج العالمي والتجارة العالمية وأصبح الاندماج في قطاع المعاملات المالية الدولية أكثر عمقا من الاندماج في النظام التجاري الدولي.¹

وتميز النظام النقدي الحالي الذي تقوده الأسواق المالية بدلا من النظام النقدي الدولي السابق الذي كانت تقوده الحكومات (نظام بروتن وودز) بالخصائص التالية:²

- تدويل الأسهم والسندات الدولية؛
- هبوط أهمية المصارف بالقياس إلى أهمية الأسواق كهيئات وسيطة؛
- قيام الأسواق بتحديد أسعار الصرف في ضوء اتساع نطاق الصفقات المالية العالمية بالقياس إلى الصفقات التجارية؛
- تقلب السوق بتعاضد الصدمات عبر النظام كله ويرجع السبب في ذلك إلى توفر المعلومات وسهولة الاتصالات.
- تنسيق السوق حيث تقوم مجموعة صغيرة نسبيا من المؤسسات للتعامل في وقت واحد عبر الأسواق العالمية مستخدمة طرق متماثلة في التحليل والسلوك.

المطلب الثاني: تطور التجارة الدولية.

بعد الحرب العالمية الثانية بدأت العديد من الدول في تخفيض القيود المفروضة على التجارة الخارجية، وذلك باستخدام الضرائب الجمركية في إطار الاتفاقية العامة للتعريف الجمركية (GAAT)، وقد تم تخفيض في الضرائب الجمركية على السلع الصناعية في الدول المتقدمة من 40% عام 1940 إلى أقل من 10% في المتوسط بعد جولة طوكيو عام 1979، حيث بلغت 6% للإتحاد الأوروبي، 4.4% لليابان، 4.9% للولايات المتحدة الأمريكية، ومن ثم حققت التجارة العالمية معدل نمو سنوي 8% منذ عام 1950 وحتى عام 1975 في الدول الصناعية.³

¹ الحاج أنور، المناطق الحرة في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007، ص 12.

² قابل محمد صفوت، الدول النامية والعملة، الدار الجامعية، مصر 2004، ص 146.

³ عبد القادر باب، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2004، ص 94.

تعتبر اتفاقيات جولة أورجواي خطوة كبيرة نحو تحرير التجارة العالمية والاستثمار، حيث بلغ عدد الدول المشاركة فيها إلى 117 دولة منها 87 دولة نامية. بالإضافة إلى قيام عدد من التكتلات الاقتصادية مثل الاتحاد الأوروبي، ومنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا)، ورابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان) أدى ذلك إلى مضاعفة معدل نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي للعالم، خلال الفترة (1985-1995) ثلاث مرات عن العشر سنوات السابقة على تلك الفترة، وضعف المعدل الذي تحقق في الستينات. ومن ثم يمكن النظر إلى العولمة التي بدأت في منتصف الثمانينات على أنها تطور في عمليات التكامل الاقتصادي العالمي، المتمثل في انخفاض القيود على التجارة الدولية والاستثمار. كما تشكلت في بداية التسعينات ثلاث مناطق جهوية تتميز بعلاقات التقارب، يتشكل حول كل منها قطب اقتصادي عالمي وهي:¹

- أمريكا الشمالية والجنوبية مرتبطة أساسا بالولايات المتحدة الأمريكية؛
- مجموع أوروبا وإفريقيا والشرق الأوسط تتمحور حول ما يسمى الآن بالمجموعة الأوروبية؛
- جنوب شرق آسيا والمحيط الهادي التي تتمحور حول اليابان؛

شكلت تجارة السلع في بداية التسعينات حوالي ثلثي حجم العمليات الجارية المسجلة في موازين المدفوعات، هذا وتشير بعض المصادر إلى أنه منذ منتصف الستينات إلى بداية التسعينات فإن التجارة الدولية للسلع قد تضاعفت بستة عشر مرة، حيث أن قيمتها كانت تقدر بـ 206 مليار دولار سنة 1967، ارتفعت إلى 3.370 مليار دولار في سنة 1991.²

وتظهر الإحصائيات التالية نموًا متسارعًا في حجم التجارة الخارجية، إذا ما تتبعنا تطور حجم الصادرات العالمية في السلع والخدمات مقارنة بالنتائج العالمي الإجمالي:

¹ Gérard lafay, Maîtriser le libre échange, Economica, Paris, 1994, P 4.

² بن ديب عبد الرشيد، تنظيم وتطور التجارة الخارجية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراة دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2003، ص ص

الجدول رقم (1-1): نمو التجارة الدولية كنسبة من الناتج العالمي الإجمالي (بالمليار دولار)

السنة	1990	1996	1999	2005	2011
صادرات العالم من السلع والخدمات	4382	6529	6844	12954	22303
الناتج العالمي الإجمالي	22206	29590	30184	45200	70221
نسبة الصادرات إلى الناتج العالمي (%)	19,7	22,2	22,67	28,65	31,76

المصدر: علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار المسيرة، الأردن 2012، ص 50.

يظهر الجدول أعلاه النمو المطرد في حجم التجارة العالمية بمعدلات متسارعة أكبر من معدل نمو الناتج العالمي، فبعد أن كان حجمها يمثل 19.7% من الناتج العالمي سنة 1990 تضاعفت هذه النسبة لتبلغ أكثر من 31% سنة 2011.

المطلب الثالث: تعاظم ظاهرة التدويل.

عرفت هذه الظاهرة تطورا وعمقا ملحوظين خلال السبعينات حيث قامت الشركات المتعددة الجنسيات بالتوغل على كل الأصعدة الإنتاجية و الخدماتية و التمويلية و التسويقية و التقنية. كما قامت هذه الشركات الكبرى بتوزيع نشاطها الإنتاجي و التسويقي جغرافيا عبر مختلف مناطق العالم، مستفيدة في ذلك بمزايا الأجور المحلية وتوافر موارد الطاقة و القرب من مواقع التسويق. ونتيجة لتعاظم نشاط هذه الشركات تعمقت درجة تقسيم العمل الدولي غير المتكافئ بين البلدان الصناعية و البلدان السائرة في طريق النمو، وزادت ظاهرة التدويل هذه من درجة التشابك و الترابط بين مختلف أجزاء المنظومة.¹

¹ حشماوي محمد، الاتجاهات الجديدة للتجارة الدولية، أطروحة دكتوراة دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2006، ص 39.

تشير الإحصائيات التي أجرتها المجموعة الأوروبية عام 1975 إلى هناك ما يقارب عشرة آلاف شركة من الشركات متعددة الجنسيات عبر العالم،¹ ليصل العدد إلى حوالي 63 ألف شركة سنة 2000، وإلى حوالي 78 ألف سنة 2006،² فلقد تضاعفت أعدادها بشكل كبير جدا، كما تضاعف الإنتاج الدولي لهذه الشركات فبعدها كانت مبيعات الشركات عبر الوطنية في حدود 5.1 تريليون دولار سنة 2001 تضاعف حوالي خمس مرات حجم هذه المبيعات ليصل إلى حوالي 26 تريليون دولار سنة 2012 وتنتج حاليا حوالي ربع إجمالي الناتج المحلي العالمي (تنتج في فروعها الخارجية عشر هذا الإنتاج).³

المطلب الرابع: الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية.

انتشرت ظاهرة التكتلات الاقتصادية الإقليمية في الحياة الاقتصادية الدولية المعاصرة، و يعتبر الاتجاه نحو التكتل الاقتصادي بين الدول من أبرز و أهم فعاليات العلاقات الاقتصادية الدولية و أكثرها تأثيرا، و تتجلى هذه الأهمية بالنظر إلى كل من الدول المشكلة لهذه التكتلات و حجم مبادلاتها التجارية، و ما يترتب عن ذلك في العلاقات بين الدول المشكلة أو الأعضاء في التكتل و بين الدول الأخرى.

يتم التمييز عادة بين أربعة أشكال من التكتل الاقتصادي (منطقة التبادل الحر، الاتحاد الجمركي، السوق المشتركة، الاندماج الاقتصادي).⁴ ويقصد بالتكتل الاقتصادي عملية ارتباط بين دولتين أو أكثر تكون العلاقات الاقتصادية بين هذه الدول أوثق مما هي عليه مع باقي دول العالم الأخرى، للوصول إلى مراحل جد متقدمة من التكامل والاندماج الاقتصادي.⁵

¹ إبراهيم محسن عجيل، الشركات متعددة الجنسيات وسيادة الدولة، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2008، ص 17.

² مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي الشركات عبر الوطنية والصناعات الاستخراجية والتنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2007، ص 6.

³ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي سلاسل القيمة العالمية الاستثمار والتجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2013، ص 8.

⁴ انظر في ذلك:

- سمير محمد عبد العزيز، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2001.

- محمد محمود الإمام، التكامل الاقتصادي الإقليمي بين النظرية والتطبيق، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 2000.

⁵ هوجيندورون و ب. يراوان، ترجمة محمد سمير كرم، الاقتصاد الدولي الحديث، مكتبة الوعي العربي، لبنان 1979، ص 607.

تعتبر التكتلات الاقتصادية إحدى آليات وأركان العولمة وإحدى أهم المتغيرات العالمية المعاصرة، وتشكلت العديد عدداً من التكتلات الاقتصادية الإقليمية رغم درجات الخلاف السياسي بين الدول المكونة للتكتل، وتهدف هذه التكتلات لتعظيم المكاسب الاقتصادية فيما بينها، مما قد ينعكس سلباً على العلاقات الاقتصادية للدول الخارجة عن نطاقها، حيث صاحب الدعوة إلى تحرير التجارة الدولية برعاية المنظمة العالمية للتجارة زيادة عدد التكتلات الاقتصادية لإقامة مناطق تجارة حرة أو إتحاد جمركي حيث اتضح وفقاً لبعض الدراسات أن نحو 90% من الدول التي وقعت على إعلان مراكش (117 دولة) مشتركة بشكل أو بآخر في تكتل اقتصادي أو أكثر.¹

بدأ عدد من التكتلات الاقتصادية يظهر بقوة على الساحة الاقتصادية الدولية، و تحاول دول كل تكتل التعاون فيما بينها لتصبح أقوى اقتصادياً لمواجهة التكتلات الأخرى، و يبقى من أهم التكتلات الإقليمية حالياً الإتحاد الأوروبي، و اتفاقية التجارة الحرة لشمال أمريكا NAFTA ، و منتدى التعاون الاقتصادي لآسيا و المحيط الهادي، زيادة على تكتلات أخرى أقل أهمية في إفريقيا و آسيا و العالم العربي. و تشير إحصائيات المنظمة العالمية للتجارة أنه خلال الفترة (1990-1999) تم إنشاء حوالي 84 تكتل اقتصادي عبر مختلف مناطق العالم.

تقوم اتفاقيات الشراكة بصفة عامة على فلسفة الاقتصاد الحر وآليات السوق، وتهدف هذه الاتفاقيات إلى تحرير التجارة بين الأطراف المتعاقدة، وتعد اتفاقية الشراكة الأوروبية - المتوسطية أحد مظاهر سياسة الإتحاد الأوروبي اتجاه الدول المتوسطية. وتمثل الشراكة في حقيقة الأمر الوجه الآخر للاستثمار الأجنبي وأحد روافد التمويل البديل للمديونية مع ما تحمله معها من تنوع في أساليب التنظيم، الإنتاج والتسويق.²

تهدف اتفاقيات الشراكة إلى التحول من المساعدات الإنمائية والقروض التجارية إلى الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة وينبع هذا الاتجاه من التغيرات التي طرأت على النظام المالي الدولي فيما يتعلق بنمط التمويل الخارجي للتنمية في الدول النامية، وتأثرت به باقي الدول والأطراف المانحة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وبالتالي ظهرت الاستثمارات الأجنبية كتعبير عن اقتصاديات المشاركة الدولية، وبذلك فإن الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة تمثل في الوقت الحاضر النمط السائد في التمويل الخارجي للتنمية، وأصبح من الواجب تهيئة نمط الاستثمار الملائم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

¹ الحاج أنور، المرجع السابق، ص 25.

² د. عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحرقات في ظل المناخ الاستثماري الاقتصادي الجديد، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 22 و 23 أفريل 2003، ص 1.

المطلب الخامس: تكامل الأسواق المالية.

إن تطور سوق العملة الأوروبية الدولية، وزيادة التنافس على إنشاء مراكز مالية خارج الحدود*، وتطور وسائل وتكنولوجيا الإعلام والاتصال أدت هذه العوامل بالإضافة إلى عوامل أخرى إلى ترابط الأسواق المالية المنتشرة عبر دول العالم.

كانت مراكز الأفسور، ومركز اليورو دولار، ومراكز الآسيادولار، ردة فعل المصارف الدولية والمؤسسات المالية تجاه محاولات الحكومات في الكثير من دول العالم في ستينيات القرن الماضي، السيطرة والتحكم في حركة رأس المال، من خلال فرض تشريعات وقوانين مقيدة، وهذه القيود التي كان أحد أهدافها تقوية الأدوات النقدية لدى الحكومات لإدارة اقتصادياتها، شجعت ظهور وتطور بنوك الأفسور في مراكز مالية بعيدة يقرر تشريعها إعفاء كلي أو جزئي لرؤوس الأموال الأجنبية من القيود التي تتعرض لها في موطنها الأصلي، وأطلق عليها مصطلح المراكز المالية خارج الحدود تمييزاً لها عن المراكز المالية العادية.¹

في أوروبا كانت البداية بإنشاء اليورو دولار للهروب من فرض متطلبات الاحتياطي والسقف على أسعار الفائدة، والقيود على الكثير من المشتقات المالية، وللهروب كذلك من الضرائب المرتفعة في معظم الدول الأوروبية، وكانت لكوسمبورغ البادئة باستقطاب رؤوس أموال من ألمانيا وفرنسا وبلجيكا في مطلع السبعينيات، من خلال المعدلات المنخفضة للضرائب على الدخل، وقوانين سرية المصارف وسرية الحسابات وحذا الكثير من الجزر والمدن الصغيرة حذو لكسمبورج في استحداث هذه المراكز.²

أما في آسيا فقد بدأت مراكز الأوفشور لأسواق التبادل المصرفي البيئي بالتطور بعد عام 1968، عندما قامت سنغافورة بإطلاق سوق الدولار الآسيوي واستحدثت وحدات العملات الآسيوية.³

* المراكز المالية خارج الحدود "الأفسور" عبارة عن أقاليم أو بلدان يمثل قطاعها المالي حصة كبيرة وغير متناسبة من اقتصاديتها المحلية ومعظم العمليات التي تجري فيها من طرف المؤسسات المالية تتم نيابة عن عملاء يقيمون في بلدان وعواصم أخرى. انظر في ذلك:

- سالم م داربار وأخرون، تقييم المراكز المالية فيما وراء البحار، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن سبتمبر 2003.

¹ الياس ناصف، الشركات القابضة هولدينغ والشركات محصور نشاطها خارج لبنان أوفشور، الجزء الثالث، دون دار نشر وبلد نشر، ط3، 1998، ص 321.

² مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة 1997، ص 96.

³ عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، ط1، الإمارات العربية المتحدة 2010، ص 159.

بعد لجوء العديد بل غالبية الدول الصناعية الكبرى بما فيها الدول الناشئة إلى تحرير أسواق المال، لم يعد من السهل التعرف إلى مراكز الأوفشور، إذا أن عددا متزايدا من الدول أصبح يمنح امتيازات متشابهة، بالرغم من ذلك إلا أن مراكز الأوفشور كانت وما تزال مواقع مهمة للمؤسسات المالية الكبرى وصناديق التحوط التي تبحث عن قيود أقل على حركتها، وضرائب دنيا على تعاملاتها وأرباحها، ولا شك أن وجود هذه المراكز قد عمق عولمة رأس المال وسرعة حركته وانتقاله.

المبحث الثالث: دور الشركات متعددة الجنسيات في الحركة الدولية لرؤوس الأموال

إن ظاهرة الشركات الكبرى، مرتبطة بتطور نمط الإنتاج الرأسمالي في النصف الثاني من القرن التاسع عشر و كانت بداية ظهورها في دول أوروبية صغيرة سوقها الوطني ضيق اضطر معه بعض الشركات إلى التوسع خارج الحدود الوطنية و منها شركة نيستلي (Nestlé) السويسرية و فيليبس الهولندية (Philips) و شركة رولكس (Rolex) لصناعة الساعات بسويسرا ، ثم تلتها شركات أمريكية توسعت خارج الحدود، و بعد الحرب العالمية الثانية ظهرت شركات أوروبية و يابانية عملاقة و أخرى من دول نامية كالبرازيل و كوريا الجنوبية و الكويت و ماليزيا.

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات بمختلف أشكالها وأحجامها الفاعل الرئيسي للحركة الدولية لرؤوس الأموال خاصة طويلة الأجل منها، ويكون ذلك من خلال إنشاء أو شراء مشاريع جديدة خارج الحدود فهي في هذا المجال تعرف نشاط مستمرا وتنافسا كبيرا فيما بينها لاكتشاف مناطق استثمار جديدة حول العالم كما أن المعاملات بين فروع الشركات (تمويل، تحويل أرباح، تصدير، استيراد مواد أولية أو وسيطية) تشكل جزءا مهما من الحركة الدولية للرؤوس الأموال، حيث أن "نحو ربع المبادلات الدولية تتضمن مبيعات فيما بين فرع شركات متعددة الجنسيات".¹

إن تعاضد أعداد وأحجام الشركات المتعددة الجنسيات صاحبه زيادة هائلة في حجم الحركة الدولية لرؤوس الأموال بمختلف أحجامها، فحسب إحصائيات الأونكتاد انتقل عدد الشركات المتعددة الجنسيات (37000) سنة 1992، ليلعب عددها (65000) سنة 2002، لقد أكدت الدراسات الميدانية المتعلقة بظاهرة الاستثمار

¹ محمود عبد الرزاق، قضايا تاريخية ومعاصرة في التمويل الدولي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2011، ص 253.

الأجنبي المباشر أن ما يزيد عن 85% من حجم هذه الاستثمارات لسنة 1998 قد تم ممارستها من قبل الشركات المتعددة الجنسيات، في حين تم تنفيذ وممارسة النسبة المتبقية من حجم هذه الاستثمارات في إطار اتفاقيات وتعاقدات بين الدول عن طريق مؤسساتها.¹

المطلب الأول: ماهية الشركات متعددة الجنسيات.

قبل التطرق إلى مفهوم الشركات المتعددة الجنسيات نشير إلى أنه في الأدبيات الاقتصادية يتم تداول العديد من المصطلحات للتعبير عن الشركات الدولية النشطة منها: الشركات الدولية، الشركات العابرة للقارات، متعددة الجنسيات، الشركات الأجنبية، الشركات عبر الوطنية... الخ.

الشركة الدولية: هي الشركة التي تتمتع بشخصية مستقلة وتمارس نشاطها بالاختيار في دولة أجنبية أو أكثر، يشار هنا إلى أن المقصود بالشخصية المستقلة للشركة الدولية هو عدم خضوعها إلى رقابة أي حكومة، فيما يخص ممارسة أنشطتها المختلفة أو أي قرارات مرتبطة بها في الخارج.²

الشركة الأجنبية: وهو مصطلح أكثر شمولية فهو يحوي كل شركة لها تسهيلات للنشاط خارج البلد الأم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بغض النظر عن مكان وطبيعة النشاط إنتاجي أو تجاري.

الشركات عبر الوطنية: هو المصطلح المستعمل من طرف هيئة الأمم المتحدة يدل على الشركات التي يمتد نشاطها إلى بلدين أجنبيين على الأقل.

الشركات العابرة للقارات: هي شركات لها فروع إنتاجية أو تسويقية في العديد من الدول الأجنبية من قارات مختلفة.

يرجع الاختلاف في هذه التسميات إلى المعايير والخصائص المعتمدة في التسمية كميّار البلدان المستقبلة أو معيار رقم الأعمال أو جنسيات أصحاب رأس المال.

¹ كمال مرداوي، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتخلفة - حالة الجزائر أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة 2013، ص 66.

² عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مكتبة الإشعاع، لبنان 2001 ص 375.

أولاً - تعريف الشركات المتعددة الجنسيات:

إن مصطلح الشركات متعدد الجنسيات أو غير ذلك من التسميات يطرح نوعاً من الأشكال، حيث يشير إلى أن هذه الشركات تملك عدة جنسيات أو أنه ليس لها أي جنسية، في حين أنها في الواقع تحتفظ بجنسية الشركة الأم ويبقى إيجاد شركة متعددة الجنسيات حقيقة نادرة، كالشركات البريطانية الهولندية (Vnilveroyal dentshell) التي تأسست سنة 1907، لذا يجب التمييز بين شكلين للشركات متعددة الجنسيات:

- الشركة متعددة الجنسية: واختصارها (MNC)* وتتكون الشركات المتعددة الجنسيات من الشركة الأم الموجودة في البلد الأم وتمتلك فروع ووحدات في بلدان أخرى يتم مراقبتها وتسييرها من طرف الشركة الأم¹، وتسمي (الدولة الأصلية) على البلد الذي تنتسب إليه الشركة، ويُطلق على فروعها في الدول المضيفة تسمية (الفروع الأجنبية). ومن السمات المميزة للشركة متعددة الجنسية:²

- وجود رأس مال مساهم متعدد الجنسيات.
- وجود مركز قيادي متعدد الجنسيات.
- تأليف الجهاز الإداري للفروع الأجنبية من كوادر تعرف الظروف المحلية.

- الشركة عبر وطنية: واختصاره (TNC)** وهي عبارة عن احتكارات وطنية في الأساس، لها موجودات (فروع) في الخارج، فالنشاط الإنتاجي والتجاري و التسويقي لهذا النوع من الشركات يتجاوز حدود الدولة الواحدة، حيث أنها تمارس الاستثمار المباشر في مختلف أنحاء العالم، والجدير بالذكر أن معظم الشركات العابرة وطنية نشأت نتيجة التوسع الدولي للشركات الأمريكية.

تجدر الإشارة إلى أن الحدود بين هذين النوعين من الشركات العالمية متحركة جداً، مع احتمال تحول بعضها من نوع إلى آخر، وبالعكس إن غالبية الشركات العالمية المعاصرة هي شركات عابرة للأوطان.³

* Multinational Corporation.

¹ Noureddine Ben Ferha, Les Multinationales et la mondialisation, perspectives et en jeux pour l'Algérie, El Dahleb, Alger 1999, p23.

² محمد ذياب، المرجع السابق، ص 279.

** Transnational Corporation.

³ محمد ذياب، المرجع السابق، ص 280.

لقد برز مصطلح الشركة المتعددة الجنسيات لأول مرة في مجلة "بزنس ويك" الأمريكية سنة 1963 وذلك في ملحق خاص تحت عنوان الشركة المتعددة الجنسيات، وكان بعد ذلك العديد من الاجتهادات لإعطاء تعريفا لها بناء على معايير ومدخل مختلفة فنجد مثلا، من يعرفها حسب معيار رقم الأعمال أو الملكية أو عدد البلدان التي تنشط فيها وحجم نشاطها الخارجي، وذلك لارتباطها بالعديد من فروع العلوم الإنسانية نجد أن هناك مدخل قانوني مدخل اقتصادي، مدخل اجتماعي، مدخل سياسي.

بعض هذه التعريفات يقدم مقياسا نوعيا بأنه يجب على المنشأة أن تكون متفقة مع متطلبات معينة حتى تعتبر منشأة متعددة القوميات، كأن تكون المنشأة تعمل وتتحكم في أنشطة مولدة للدخل في أكثر من دولة واحدة، ويضع البعض مقياسا أكثر واقعية مثل عدد الدول التي تعمل فيها المنشأة، أو نسبة الأصول الكلية أو المبيعات التي تتبعها المنشآت الأجنبية التابعة لها¹.

ففي ما يتعلق بضخامة النشاط وسعته فنجد أن الاقتصادي "ريمون فارنن" "Raymond Vernon" عرفها بأنها الشركات التي يزيد رقم أعمالها أو مبيعاتها السنوية عن 100 مليون دولار، والتي تملك تسهيلات أو فروع إنتاجية في ستة دول أجنبية على الأقل².

ويرى "بونان" "Bonin" بأنه لا يمكن للشركة أن تكون متعددة الجنسية إلا إذا توفرت على شرطان أساسيان:

- أن يكون لها استيطان في ستة بلدان أجنبية على الأقل؛
- أن فروعها الإنتاجية تمثل ما لا يقل عن 20% من أصولها الإجمالية³.

الشركات متعددة الجنسيات هي مؤسسات ضخمة مكونة من عدة وحدات اقتصادية، تنشط في أكثر من بلدين، مهما كان شكلها القانوني، وباختلاف نظام اتخاذ القرار فيها، والذي يسمح لها برسم سياسات متجانسة واستراتيجيات موحدة، حيث أن هذه الوحدات أو الفروع مرتبطة فيما بينها برباط الملكية أو غير ذلك، وبشكل تؤثر كل وحدة على نشاط الوحدات الأخرى⁴.

¹ جون هدسون، المرجع السابق، ص 699.

² أبو قحف عبد السلام، المرجع السابق، ص 375.

³ Pierre Jaquent, La firme multinationale, introduction Economique, Edition Economica, Paris 1990, p15.

⁴ Noureddine Ben Ferha, op-cit, p 23.

وتعرف الشركة متعددة الجنسيات بأنها منشأة أعمال دولية ذات مراكز إنتاجية تتكون في أكثر من دولة واحدة، والفروع الأجنبية التابعة للمنشأة المتعددة القوميات يجب ألا تكون مملوكة فقط (على الأقل نسبة كبيرة منها) للشركة الأم التي يكون مركزها الرئيسي في أرض الوطن، ولكن يجب أيضا أن تكون عمليات الفرع محكومة بالكامل وموجهة عن طريق الشركة الأم¹.

تبنى المجلس الاقتصادي والاجتماعي التابع للأمم المتحدة تعريفا موسعا لشركات متعددة الجنسيات بأنها تلك المنشأة التي تمتلك وسائل الإنتاج وتسيطر عليها وتباشر نشاطها سواء في مجال الإنتاج أو المبيعات أو الخدمات في دولتين أو أكثر، وكما اعتمد المجلس الاقتصادي والاجتماعي في الأمم المتحدة تسمية الشركات العابرة للأوطان أو عبر وطنية (TRANSNATIONAL) بدل من تسمية شركة متعددة الجنسيات، وقد أنشأت الأمم المتحدة مركز بحث بهذا الاسم يختص بدراساتها، يتبع للمجلس الاقتصادي والاجتماعي، ثم أنشأت في عام 1992 مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) لدراسة نشاط هذه الشركات².

تعددت التعاريف الخاصة بالشركات متعددة الجنسيات (فمثلا احد الدراسات الصادرة عن الصندوق الاجتماعي والاقتصادي التابع للأمم المتحدة حول الشركات متعددة الجنسية وأثرها على عملية التنمية أوردت واحد وعشرين تعريفا لها)³، وإن اختلفت هذه التعاريف اختلافا ناتج عن الزوايا التي تعالج من خلالها هذه الشركات، فإنها تشترك جميعا في إيراد واحتواء خصائص وأسس الشركات متعددة الجنسيات، فمن خلالها تعتبر الشركة متعددة الجنسيات إذا توفرت فيها الشروط التالية:

- وجود مركز قرار موحد (الشركة الأم).
- وجود فروع تابعة (مملوكة كلياً أو بنسبة كبيرة منها) في عدة دول.
- سياسات متجانسة واستراتيجيات موحدة.

ثانيا - تصنيف الشركات المتعددة الجنسيات:

يمكن تصنيفها حسب العديد من المعايير:

¹ جون هدسون، المرجع السابق، ص 699.

² عبد المجيد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة 1998 ص 145.

³ محسن شفيق، المشروعات ذو القوميات المتعددة من الناحية القانونية، مطبعة جامعة القاهرة، مصر 1998، ص 35.

1- حسب درجة المركزية:¹ وتصنف إلى نمطين مركزي ولا مركزي.

- أ- النمط المركزي: وهو يشير إلى تلك الشركات التي يتم اتخاذ جميع قراراتها لدى المركز الرئيسي في الدولة الأم.
- ب- النمط اللامركزي: وهي تلك الشركات التي تمتلك فروعها هامشا من الحرية في اتخاذ القرارات وحرية التصرف.

2- حسب درجة التكامل:

- أ- الشركات المتكاملة رأسياً: وهي الشركات التي تقوم بإنشاء فروع أجنبية لها بغرض إنتاج مدخلات للمنشأة الأم، أو إنتاج مواد خام واقعة في الدولة المضيفة لإعادة بيعها للمنشأة الأم، وينحصر نشاطها في الصناعات الاستخراجية.

- ب- الشركات المتكاملة أفقياً: وهي الشركات التي تفتح فروعاً لها تقوم بذات النشاط الذي تقوم به المنشأة الأم، وتشتغل تلك الصناعات (المشروبات الغازية، المنظفات، الأغذية).

3- حسب درجة الملكية: و تقسم إلى:

- أ- فروع شركات ذات ملكية كاملة للمستثمر الأجنبي.
- ب- فروع شركات ذات ملكية مشتركة بين المنشأة الأم ومقيمي الدولة المضيفة.

4- حسب الأنشطة: وتقسّم إلى:²

- أ- الشركات الصناعية متعدّدة الجنسيات: يعتبر هذا النوع من الشركات أكثر الأنواع أهمية؛ حيث يسعى إلى تحقيق درجة عالية من التكامل في النشاط والتكامل الرأسي والأمامي نحو السوق سواء للمستهلك أو العملاء، والتكامل الرأسي الخلفي؛ نحو المواد الخام أم ستلزمات الإنتاج والتسويق، وقد تحققت تلك الشركات درجة عالية من التكامل الأفقي، وهذا التكامل تقوم فيه الشركات بممارسة أو إنجاز نشاط معين في مختلف دول العالم ومثال ذلك قيام شركة (جنرال موتورز) بعملية تجميع السيارات في أكثر من دولة أجنبية، وشركة كروزلر، وشركة آي بي أم (IBM) للكمبيوتر، فكل هذه الشركات تقوم بأداء نفس العملية الإنتاجية في أكثر من دولة أجنبية.

¹ حسان خضرم، الاستثمار الأجنبي المباشر تعاريف وقضايا، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004، ص 10.

² أبو قحف عبد السلام، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2001، ص 30.

ب- الشركات التجارية متعدّدة الجنسيات هذه الشركات مركز إنتاجي واحد يعتدّ عليه اعتماداً كبيراً في التصدير المباشر للأسواق الأجنبية، ولديها فروع لتسويق منتجاتها في الدُول أو الأسواق الأجنبية.

ثالثاً- خصائص الشركات المتعدّدة الجنسيات: تتميز الشركات بمجموعة من الخصائص أهمها:

1- ضخامة الحجم: تتميز هذه الشركات بكبر حجمها وحجم نشاطها في التجارة الدولية وخاصة في ميادين صناعة السيارات والمعادن، والمواد الكيماوية والبتروولية، ومن المؤشرات التي تدل هذا، حجم رأس المال وحجم استثماراتها وأرقام المبيعات والإيرادات التي تحقّقها، والشبكات التسويقية التي تمتلكها، وحجم إنفاقها على البحث والتطوير، فضلاً عن هياكلها التنظيمية وكفاءة إدارتها¹، فرقم أعمال شركة "أكسون موبيل" الأمريكية مثلاً تخطى 291 مليار دولار سنة 2004². ومثلاً شركة جنرال موتورز بلغت إجمالي إيراداتها سنة 1997 نحو 178.2 مليار دولار وهذا يفوق الناتج المحلي لأغلب البلدان العربية³.

2- تنوع المنتجات والأنشطة: حيث تخرج الشركات عن دائرة التخصص في الإنتاج بما ينطوي عليه من الارتباط بقيود سلعة معينة وذلك تفادياً لأخطار تقلبات السوق. ففي دراسة أجرتها جامعة هارفورد الأمريكية أن الشركات المتعدّدة الجنسيات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية تنتج في المتوسط 22 سلعة من أنواع مختلفة مثلاً: شركة جنرال موتورز لا تكفي بإنتاج قاطرات السكك الحديدية فحسب، بل تتعداه إلى إنتاج الثلاجات والسيارات المختلفة الأغراض، وقد قامت هذه الشركات بإحلال وفيات مجال النشاط محل وفيات الحجم والتي انتهجتها الشركات الكبرى بعد الحرب العالمية الثانية، ونتيجة لذلك تتشعب الأنشطة التي تقوم بها الشركات المتعدّدة الجنسيات قطاعياً وجغرافياً⁴.

3- الانتشار الجغرافي: حيث يصل التوزيع بين الدول في المتوسط إلى 12 دولة، وقد يصل في بعض الحالات إلى 100 دولة، أن توزع النشاط جغرافياً على العديد من الدول يحد من أثر تأميم أي فرع للشركة في هذا البلد، وساعدها في هذا الانتشار التقدم التكنولوجي الهائل خاصة في مجال المعلومات والاتصال.

¹ عثمان أبو حرب، الاقتصاد الدولي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن 2008، ص 280.

² UNCTAD, World investment report, New York 2006, P 280.

³ بهجت محمد أبو النصر، التحول في دور الدولة وإعادة اكتشاف الحكومة، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، الأمانة العامة لمجلس الوحدة الاقتصادية العربية، العدد الرابع والعشرين، السنة الرابعة عشرة، جوان 2002، ص 108.

⁴ عثمان أبو حرب، المرجع السابق، ص 281.

فمثلاً شركة ABB التي تكونت سنة 1987 من اندماج شركة سويسرية وأخرى سويدية استثمرت عند تأسيسها 3.6 مليار دولار ضمت اندماج أو شراء 60 شركة أخرى، تسيطر حالياً على نحو 1300 شركة منها 130 في الدول النامية و 41 شركة في أوروبا الشرقية والباقي في أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية.

4- التفوق التكنولوجي: إن الحجم الضخم والأرباح الكبيرة للشركة متعددة الجنسيات، يوفران الموارد المالية والخبرة اللازمة للبحوث العالمية، كما أن هذه الشركات هي المركز الأساسي لتلقي ما تنفقه الدول الرأسمالية الكبرى على تطوير الأسلحة فتستفيد من نتائج هذا التطور في إنتاجها المدني.

يلاحظ أن 10 شركات متعددة الجنسيات تستأثر بأكثر من 50% من إنتاج العالم من أجهزة الاتصالات السلكية واللاسلكية، في حين تستأثر شركة واحدة فقط بحوالي 75% من السوق العالمية للهياكل الأساسية للحاسبات الالكترونية، وهي تسيطر تقريباً على نصف الإنتاج الصناعي في العالم، وتقريباً على 80% من براءات الاختراع والتراخيص في التكنولوجيا الحديثة¹.

ولاشك أن امتلاك مفاتيح التقدم التكنولوجي هو أحد الأسلحة الأساسية في يد الشركات متعددة الجنسيات في فرض سيطرتها حيث تلجأ هذه الأخيرة إلى الاتفاقات الخاصة بمنح واستخدام البراءات، والتي غالباً ما تتضمن ضغوطاً اقتصادية وتجارية بشكل يعيق من حرية التصرف ويحد من استخدام وتطوير التكنولوجيا المستوردة.

المطلب الثاني: مكانة الشركات متعددة الجنسيات في الاقتصاد الدولي.

تمثل الشركات متعددة الجنسيات أحد العوامل المؤثرة في حركة الاقتصاد العالمي، فمنذ ظهورها شكلت نقطة تحول هامة في النشاط الاقتصادي الدولي الذي كان سائداً وبعد مرحلة الحرب العالمية الثانية تزايد عدد هذه الشركات، وازدادت فروعها في العالم وتوسعت نشاطاتها لتصبح شركات عملاقة برأس مال يفوق الإنتاج الوطني للعديد من الدول، وقد دفع تعاضم نفوذ هذه الشركات إلى خلق نوع قوي من المزج بين الوحدات الإنتاجية والمؤسسات المالية والمصرفية العالمية على الصعيد العالمي، فبالإضافة إلى الدور الاقتصادي لهذه الشركات من خلال مساهمتها الكبيرة في الإنتاج العالمي وما يزيد عن 80% من التجارة العالمية، فإن تأثير هذه الشركات يتخطى

¹ محمد دياب، المرجع السابق، 293.

الجانب الاقتصادي فهي تأثر في توجيه الأنظمة الاقتصادية للدول من خلال نفوذها في المؤسسات الدولية، وفي توجيه الأنظمة السياسية في العديد من الدول من خلال نفوذها المالي.

فعلى سبيل المثال في دراسة لـ(ريتشارد بارينت) وجد أن 60% الوظائف العليا في وزارات الخارجية والدفاع والخزينة والتجارة والبيت الأبيض في أمريكا، قد شغلت بشخصيات لها خلفيّة قويّة في الشركات متعدّدة الجنسيّات، وأنّ معظم إدارة الرئيس الأمريكي السابق "جورج دبليو بوش" تنتمي إلى مجتمع رجال الأعمال، "فديك تشيني" نائب الرئيس كان رئيس شركة (هاليبرتون الأمريكية للطاقة) حتى عام 2000، وكذلك عملت وزيرة الخارجية الأمريكية في عهد بوش (كوندليزا رايس) كعضو مجلس إدارة في شركة (شيفرون تكساس)، ودونالد رامسفيلد وزير الدفاع الأمريكي السابق شغل منصب نائب رئيس شركة (ويسترن النفطية)، أمّا (ميتشيل دانيلز) رئيس مكتب البيت الأبيض للإدارة والميزانية، فقد كان نائباً للرئيس شركة (إيلي ليلي) أمّا وزير الخزانة السابق (بول أونيل) فقد جاء من كبرى شركات صناعة الألومنيوم (ألكو).¹

أولاً - عوامل تطور أعداد الشركات المتعددة الجنسيات:

تشير تقارير الأمم المتحدة عن حركة الاستثمارات الدولية أن عدد الشركات متعددة الجنسيات وفروعها في تزايد مطرد كما يوضح الجدول التالي:

¹ هيرتس نورينا، السيطرة الصامتة، ترجمة: صديقي خطاب، سلسلة عالم المعرفة، العدد 336، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت 2007، ص16-17.

الجدول رقم (1-2): تطور أعداد الشركات متعددة الجنسيات خلال الفترة 1990-2009

السنة	عدد الشركات متعددة الجنسيات	عدد الفروع التابعة للشركات متعددة الجنسيات (الشركات الأجنبية المنتسبة)
1992	37 ألف	200 ألف
2002	65 ألف	850 ألف
2005	70 ألف	690 ألف
2007	78 ألف	778 ألف
2009	82 ألف	810 ألف

المصدر: من إعداد الباحث بناء على أعداد مختلفة من مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي.

يمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في إنتشار وتطور الشركات متعددة الجنسيات في النقاط التالية:

- تحرير حركة الاستثمار والتجارة الدولية: عمدت معظم دول العالم سواء بمحض إرادتها أو تحت تأثير إملاءات الهيئات الدولية على تحرير اقتصادياتها أمام حركة التجارة والاستثمار العالميين، فالمؤسسات المالية الدولية المانحة تركز من خلال شروط منحها لمساعدات المالية للدول التي تعاني من أزمات اقتصادية وعجز مالي على ضرورة الانفتاح على التجارة الدولية وتبني سياسة التحرير بدلا من سياسة الانغلاق، حيث تتضمن سياسة التحرير فتح الأسواق المالية والسماح بدخول الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- لعبت منظمة التجارة العالمية دورا هاما في تحرير السياسات العامة المتعلقة بإزالة الحواجز الجمركية أمام تنقل السلع والخدمات كما أنها منحت اهتماما بالغا للاستثمار من خلال احتلاله لمكانة بارزة في مؤتمرها الوزاري الرابع المنعقد في الدوحة بدولة قطر في نوفمبر من سنة 2001، حيث نصت بعض أعمال هذا المؤتمر على ضرورة متابعة وتقييم وتوثيق التعاون متعدد الأطراف في مجال الاستثمار وما يترتب عنه من آثار على عملية التنمية فيها¹. ويتطور نظام الاستثمار الدولي تطورا سريعا عن طريق إبرام معاهدات جديدة وكذلك عن طريق عدد متزايد من أحكام التحكيم، ففي عام 2009 أبرم 211 اتفاق جديد من اتفاق استثمارات دولية (82 معاهدة استثمار

¹ بوبكر بعداش، مظاهر العولمة من خلال نشاط الشركات العالمية متعددة الجنسيات حالة قطاع البترول، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2018، ص 74.

ثنائية، 109 معاهدة ازدواج ضريبي، و 20 اتفاق آخر من اتفاقات الاستثمار الدولية) وعلى وجه الإجمال ارتفع مجموع عدد الاتفاقيات إلى 5939 اتفاقاً في نهاية العام 2009¹.

● البحث عن ميزة تنافسية: إن انتشار الشركات متعددة الجنسيات يعود بالدرجة الأولى إلى الاستفادة من المزايا التي تتيحها عملية التوطن في أماكن عديدة مثل: القرب من مصادر المواد الأولية والوصول المباشر إلى سوق المستهلكين والنظم الضريبية والجمركية ومستوى الأجور والهروب من المقاييس التقنية المتشددة كمقاييس حماية البيئة أو تقليل تلوثها والحيلولة دون استيلاء المنافس على الأسواق الأجنبية ومصادر المواد الخام.

● الاندماج والاستحواذ: تعود ظاهرة الاندماج والاستحواذ إلى اشتداد ظروف المنافسة الدولية لذلك تصبح عمليات الاندماج طريقة لزيادة قدراتها ووجودها في الأسواق الدولية وضمان وصولها للموارد الممكنة، كما أن حجم الشركة معيار بالغ الأهمية في إذاعة صيت الشركة ودعم نشاطاتها، فالشركات الكبرى في الظروف المعاصرة تملك بنى مالية وإدارية وإنتاجية جبارة، الأمر الذي يجعلها أكثر مناعة في مواجهة الأزمات الاقتصادية على صعيد الإقليم أو البلد الذي يعمل فيه، وأكثر استفادة من وفرة الحجم الكبير، وتبرز ظاهرة الاستحواذ بوضوح في قطاع صناعة السيارات، فشركة "فورد" الأمريكية تملك بصفة جزئية أو كلية: شركتي "جاكوار" و "أستون مارتين" الانجليزييتين، وشركة "فلفو" السويدية، "مازدا" اليابانية، شركة "كيا" الكورية الجنوبية. وشهد عام 2007 أعلى مستوى من حالات الإندماج والابتلاع في قطاع صناعة الطيران والصناعات الدفاعية في الولايات المتحدة (بلغت قيمة الصفقات في هذا العام 71 مليار دولار)². وبرزت هذه الظاهرة بصورة خاصة في القطاع المالي، الذي شهد عام 1997 ظهور أكبر شركة مالية في العالم هي "طوكيو ميتسوبيشي بنك" نتيجة اندماج مؤسستين مصرفيتين هما "بنك طوكيو" و "بنك ميتسوبيشي" وقد بلغت موجودات البنك الموحد 800 مليار دولار³.

ثانياً - تأثير الشركات متعددة الجنسيات على الاقتصاد الدولي:

تمتلك الشركات متعددة الجنسيات قدرة كبيرة على التأثير على النظام الاقتصادي (التجاري والمالي) من خلال الحجم الضخم لأصولها السائلة وللاحتياطات الدولية المتوفرة لديها، ففي دراسة نشرت في مجلة (فورتن)^{*}

¹ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي 2010 الاستثمار في اقتصاد منخفض الكربون، الأمم المتحدة، نيويورك 2010، ص 25.

² محمد دياب، المرجع السابق، ص 288.

³ نفس المرجع، نفس الصفحة.

* مجلة FORTUN هي مجلة دولية تصدر من أمريكا، تعنى بقضايا المال والأعمال، تصدرها شركة تايمز الإعلامية. أنشئت سنة 1930 على يد مؤسس مجلة تايمز هنري لوس تعد هذه المجلة من أكثر الإصدارات تأثيراً في العالم، تصدر بشكل دوري أبحاث تعنى بترتيب الشركات 500 الأكبر في أمريكا من حيث رأس المال، والشركات 500 الأكبر في العالم.

عام 2003 شملت أكبر 100 شركة عالمية من حيث حجم أصولها فوجدت أنها تمتلك 4 تريليون دولار لنفس العام، كما يوجد لبعض الشركات الضخمة فروع في أكثر من (40-50) دولة، وان مجموعة صغير تسيطر على 60% من مبيعات القطاع الذي تمارس نشاطها به، فمثلا شركة "رويال دوتشي" لها أنشطة تنقيب عن النفط في حوالي 50 دولة وتسيطر على أكبر 5 شركات منتجة للسيارات، و60% من مبيعات السيارات في العالم، ومن خلال أصولها وسيطرتها على حجم كبير من التجارة العالمية ونقل معظم الاستثمار العالمي، وكل ذلك يدل على مقدرة تحكمها في الاستقرار النقدي من خلال فروعها المنتشرة، ولاسيما أن جميع الدول التي تبنت برامج الإصلاح الاقتصادي تتجه إليها لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر والتكنولوجيا وبالتالي فالشركات المتعددة الجنسيات ساهمت بشكل مباشر في الخروج من الاقتصاد المركزي نحو اقتصاد السوق¹.

يمكن أن نستخلص مدى قوة وتأثير هذه الشركات على الاقتصاد العالمي من خلال مجموعة من المؤشرات التي تقدرها وتستدل بها الهيئات الدولية في دراستها للشركات العابرة للقارات منها:

- حجم المبيعات للشركات الأجنبية التابعة.
- حجم العمالة في الشركات التابعة.
- القيمة المضافة للشركات المتعددة الجنسيات.
- صادرات الشركات الأجنبية المنتسبة.

1 حسين كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 1، الأردن 2011، ص 67.

الجدول رقم (1-3): مساهمة الشركات المتعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي مؤشرات مختارة
خلال الفترة 1990 - 2012.

الوحدة: بلايين الدولارات بالأسعار الجارية لسنة 2012

2012	2011	2010	متوسط فترة ما قبل الأزمة 2007-2005	1990	السنة المؤشر
25 980	24 198	22 574	19 579	5 102	إيرادات الشركات الأجنبية المنتسبة
71 707	70 221	63 468	50 319	22 206	النتاج العالمي الإجمالي
36,23	34,45	35,56	38,90	22,97	إيرادات الشركات الأجنبية المنتسبة كنسبة من الناتج العالمي الإجمالي (%)
6 607	6 260	5 735	4 124	1 018	نتاج القيمة المضافة للشركات الأجنبية المنتسبة
86 574	83 043	78 631	78 631	4 599	مجموع أصول الشركات الأجنبية المنتسبة
7 479	7 436	6 320	5003	1 498	صادرات الشركات الأجنبية المنتسبة
22 432	22 303	18 956	15 008	4 382	الصادرات العالمية من السلع والخدمات
33,34%	33,34%	33,34%	33,33%	34,18%	صادرات الشركات الأجنبية كنسبة من الصادرات العالمية
71 695	67 825	63 043	51 795	21 458	فرص العمل التي استحدثتها الشركات الأجنبية المنتسبة (بالآلاف)

المصدر: من إعداد الباحث بناء على: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير
الاستثمار العالمي 2013 سلاسل القيمة العالمية الاستثمار والتجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة، نيويورك
2013.

من خلال الجدول السابق يظهر التطور المطرد في إيرادات الشركات المتعددة الجنسيات، حيث تضاعفت
إيراداتها أكثر من خمس مرات ما بين 1990 و 2012، وتشكل هذه الإيرادات ما يفوق 36% من الناتج العالمي
الإجمالي مما يعكس أن هذه الشركات تسيطر على نسبة كبيرة من ثروة العالم، وتؤكد المؤشرات الوارد في الجدول
السابق هيمنتها على الاقتصاد العالمي، فمثلا تمثل صادرات الشركات المنتسبة إلى الشركات الأم حوالي ثلث

بمجموع الصادرات العالمية من السلع والخدمات، وأن مجموع عدد الموظفين لديها في جميع أنحاء العالم في تزايد مستمر وبلغ أكثر من 71 مليون عامل سنة 2012.

المبحث الرابع: دوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

من الصعوبة بما كان حصر الأسباب التي تحرك رؤوس الأموال على المستوى الدولي بصفة عامة، ذلك أن بعضها لا تحكمه عوامل محددة وهو ما يطلق عليه برؤوس الأموال غير المحفزة، حسب مالكوها "فإن كل حركة رأس مال التي لا ترتبط بتغيرات الدخل أو ميزان المدفوعات تعتبر حركة رأس مال مستقل، وهذا ما تعكسه التدفقات الدولية للبلدان الرأسمالية المتقدمة إذ تمثل في مدحراتها مقابل استثماراتها المحلية".¹ كما أن الاحتكام إلى عوامل محددة لتحديد اتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال ليس أمراً مطلقاً بل نسبي، وفي دراسة دوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال، يتم التركيز عادة على دوافع أو محفزات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي، حيث أصبحت الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة تمثل في الوقت الحاضر النمط السائد في التمويل الخارجي للتنمية، وأصبح من الواجب تهيئة مناخ الاستثمار الملائم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

وعموماً يمكن إيجاد تصنيف لدوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال من خلال أن هناك عوامل خاصة بحركة رؤوس الأموال طويلة الأجل وهي العوامل التي يتم عادة الاعتماد عليها لاختيار وجهة الاستثمار، سواء من قبل الشركات متعددة الجنسيات أو الحكومات أو المستثمرين الأفراد.

ودوافع خاصة بحركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وهي تقريبا نفس الدوافع التي تحكم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية مع الأخذ في الاعتبار الطبيعة الدولية لهذا الاستثمار، وما يترتب عليه من خطر إضافي يتمثل أساساً في خطر سعر الصرف و الخطر السياسي.

¹ بسام حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت 2003، ص 10.

المطلب الأول: دوافع التدفقات الدولية طويلة الأجل

تحتكم رؤوس الأموال في المفاضلة بين الوجهات المتاحة للاستثمار على المستوى الدولي، نفس المبدأ في تخصيص رؤوس الأموال على المستوى المحلي، وتسعى رؤوس الأموال عادة وراء الفرص الأكثر تحقيقاً للربح والأكثر أماناً من المخاطر المختلفة.

وتركز أغلب الدراسات الحديثة على عوامل جذب رؤوس الأموال إلى الداخل، ويشار إلى ذلك بمدى ملائمة المناخ الاستثماري، والذي يعرف "بوصفه مفهوماً شاملاً ينصرف إلى مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية"¹.

يعتبر الاستقرار الاقتصادي والسياسي وحجم السوق ووفرة المواد الخام وعوامل الإنتاج، أهم العوامل التي تزيد أو تنقص من فرص تحصيل الربح وبالتالي دوافع لتحدي اتجاه رؤوس الأموال طويلة الأجل.

أولاً - الاستقرار الاقتصادي:

ويتمثل في تحقيق توازنات الاقتصاد الكلي وتوفير الفرص الملائمة للتوظيف الأمل لرؤوس الأموال، ومن أهم عناصر الاستقرار الاقتصادي.

- مؤشرات الاقتصاد الكلي: وتشمل توازن الميزانية العامة، توازن ميزان المدفوعات، التحكم في معدل التضخم، استقرار سعر الصرف، ومعدل الفائدة.

- السياسات المنتهجة من طرف الدولة المضيفة: السياسات الاستثمارية، سياسة التجارة الخارجية، السياسة الضريبية، سياسة الخصخصة، السياسة التمويلية.²

- الحوافز المالية لجذب الاستثمار: حرية تحويل الأموال (الأرباح خاصة)، الحوافز الجبائية والجمركية للاستثمار، والقوانين الاجتماعية الخاصة بتنظيم العمل، والإجراءات الإدارية المرتبطة بالاستثمار.

- ضرورة استقلالية النظام القضائي وتوافر الشفافية في المجال الاقتصادي.

¹ أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005، ص

² زاهد محمد ديري، إدارة الأعمال الدولية، دار الثقافة، ط1، الأردن 2011، ص 162.

ثانيا - إنتاجية رأس المال:

كلما كان عائد الاستثمار في الخارج أعلى من عائد الاستثمارات في الداخل يكون ذلك سببا لانتقال رؤوس الأموال طويلة الأجل من الداخل إلى الخارج بحثا عن الربح، تدعى هذه التحركات بأموال المخاطرة، نظرا لأن تحقيق عائد مرتفع ليس مؤكدا لاقتترانه بالمستقبل، ومنه فإن حدوث زيادة في الإنتاجية المحلية لرأس المال قد تؤدي في البداية إلى تدفقات أكبر للاستثمار بالحفاظ ثم يؤدي في وقت لاحق إلى زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر.¹

يظهر تأثير عامل إنتاجية رأس المال في توجيه حركة رأس المال الدولي، من خلال تركزه حسب كل فترة تاريخيا حسب القطاعات التي تعتبر جديدة في كل فترة وبالتالي إنتاجيتها أكبر، "فقاعدة التفضيل الإنتاجي لرأس المال الدولي خلال القرن التاسع عشر، تمثلت في تفضيل الإنتاج في الأنشطة المترابطة مع الصناعة ترابط خلفي، وكذلك القطاعات المكتملة، مثل مشروعات النقل والمواصلات".²

أما في النصف الأول من القرن العشرين فتركز في المنتجات الصناعية الحديثة كصناعة السيارات والمعدات الحربية والطائرات والصناعات الكيماوية والبترولية في الدول الصناعية، وفي الدول النامية تركز رأس المال الدولي في توفير المواد الأولية لهذه الصناعات مثل المعادن والمنتجات الزراعية خاصة الزيتية والمطاط، ونشاط استخراج البترول، أما في الوقت الراهن فالإضافة إلى المجالات السابقة انتقلت رؤوس الأموال الدولية لتركز على الاستثمار في منجزات الثورة العلمية والتكنولوجية من خلال الصناعات الالكترونية والمنتجات كثيفة رأس المال.

ثالثا - وفرة عوامل الإنتاج والبنية التحتية:

وتتمثل عوامل الإنتاج في المزايا الطبيعية التي تتوفر عليها الدولة من موقع جغرافي، ووفرة المواد الخام وعوامل الإنتاج لاسيما العمالة، فتوفر الموارد البشرية المؤهلة عامل مهم في تحديد وجهة رؤوس الأموال طويلة الأجل، تستعمل الشركات العالمية تقنيات إنتاج عالية ومتطورة ذات قيمة مضافة عالية وبالتالي فتوفر عرض عمل منخفض التكلفة وتأهيل ضعيف لا يعتبر عنصرا جذابا للاستثمار.³

¹ سامي عفيف حاتم، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير، الدار المصرية اللبنانية، مصر 1994، ص 238.

² نشأت علي عبد العال، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، دار الفكر الجامعي، ط 1، مصر 2012، ص 325.

³ زاهد محمد ديري، مرجع سابق، ص 163.

وتنظر الشركات إلى مدى توفر البنية التحتية كميزة جاذبة للاستثمار مثل الطرق، وخدمات الكهرباء، والاتصالات، والماء والمرافق الأخرى¹، وتعمل بعض الدول على تقديم مساعدات فنية وخدمية وبعض الاستشارات المعلوماتية والإدارية لجذب رؤوس الأموال الدولية، كما تذهب بعض الدول إلى توفير حماية للمشروع من قبل المنافسين².

رابع - حجم السوق:

يعتبر حجم السوق واحتمالات النمو من العوامل الهامة على قرار توطن الاستثمار الأجنبي، ولا يتحدد حجم السوق بالنسبة للشركات بمساحته وحسب وإنما بعوامل أخرى أكثر أهمية مثل عدد السكان، الدخل الوطني، الناتج المحلي الإجمالي (وهو مؤشر للحجم المطلق للسوق) ومتوسط دخل الفرد (يعتبر مؤشراً على الطلب الجاري) وغيرها من المقاييس، فقد يكون عدد السكان كبيراً ولكن القوة الشرائية لهم أو مستوى الدخل ضعيف، أو قد تكون العادات والتقاليد مقيدة لاستهلاك الأفراد لبعض السلع³.

لقد وجدت الدراسات العملية أن هناك علاقة ارتباط قوية بين معدل نمو الناتج الداخلي كمقياس لحجم السوق الدولية المضيفة وبين حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث ارتفاع فرص التقدم والتحسين في الاقتصاد الوطني وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية لإشباع الرغبات الجديدة التي سوف تتولد مع كل نمو في هذه المعدلات⁴.

خامساً - الاستقرار السياسي:

في بعض الأحيان يكون الدافع الأساسي وراء عملية انتقال رؤوس الأموال ليس فقط الربح أو الفائدة، وإنما يكون الهدف وراء انتقال رؤوس الأموال البحث عن الأمان، فتوفر استقرار النظام السياسي يعتبر شرطاً أساسياً لا يمكن الاستغناء عنه ويتوقف عليه قرار الاستثمار، فحتى إذا كانت المردودية المتوقعة للاستثمار كبيرة فعلاً، فلا يمكن الاستثمار في ظل غياب الاستقرار السياسي.

¹ علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة، ط 1، الأردن 2009، ص 161.

² سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص 176.

³ علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، مرجع سابق، ص 161.

⁴ أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 36.

فقد يقود الخوف من الحرب أو عدم الاستقرار السياسي أو الرقابة على النقد أو مخاطر التأميم، أو حواجز على إخراج الأرباح على المقيمين في إحدى الدول أو الأجانب الذين يمتلكون أصولاً عينية في هذه الدولة إلى السعي لتصفية تلك الأصول وتحويلها إلى الخارج والعكس صحيح.

كما قد يكون انتقال رؤوس الأموال بين الدول في بعض الأحيان مرهون بدوافع وأهداف سياسية، تتصل بتوجهات الحكومة وتتخذ هذه التحركات صوراً مختلفة منها القروض والمساعدات والإعانات.

أن العوامل السابقة تعتبر محددة لاختيار أو إعادة اختيار وجهة حركة رؤوس الأموال الدولية طويلة الأجل، وبدرجات متفاوتة من حيث الأهمية بالنسبة لكل عامل من العوامل السابقة، فمثلاً إن مسحا لـ 247 مستثمر أجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية يؤكد أن 10% فقط يأخذون بالاعتبار حوافز المالية العامة في قرار الاستثمار الأجنبي المباشر، وأن 57% يأخذون بالاعتبار تحويل العملات فيما يأخذ 39% إلى الاستقرار السياسي، أما محدودية السوق ومصادر التجهيز فإنها تأخذ 26%.¹

المطلب الثاني: دوافع التدفقات الدولية قصيرة الأجل.

كما هو الشأن بالنسبة لحركة رؤوس الأموال طويلة الأجل، فرؤوس الأموال قصيرة الأجل، تكون أكثر استجابة إلى التغيير في فرص تحصيل الفائدة والربح وتجنب الخطر. والقوى التي تحدد تحركات رأس المال دولياً هي نفس القوى تقريبا التي تحدد تحركات رأس المال داخل الدولة، فيخصص المقرضون الأموال للسندات (الديون) التي تقدم معدل عائد مجز لنفس المستوى من المخاطر، على أن يأخذوا في حسابهم احتياجاتهم من السيولة، وهناك بعض المقومات لأسواق التمويل الدولية تختلف عن مقومات السوق المحلية، فالمعاملات التي تدار عبر الحدود الدولية في الواقع، تعني انه يجب على المقرض أو المقترض أو الوسيط المالي في معظم الأحوال أن يحول الأموال من عملة إلى أخرى، ويجب أن يأخذ في الحسبان مخاطر الصرف.²

إن تطبيق نظرية محفظة الأوراق المالية مفيدة في تفسير الاستثمار الدولي المحفظي كجزء أساسي من التحركات الدولية لرؤوس الأموال، وسنجد أن المتغيرات التي تؤثر على مالكي الثروة (القائمين بالحركة الدولية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل ويتمثلون في البنوك التجارية وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، والمنشآت

¹ سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص 179.

² جون هيدسون، مرجع سابق، ص 337 - 338.

الصناعية والأفراد و الحكومات) في اختيار وإعادة اختيار الأصول المشكّلة لمحفظة أوراقهم المالية، تتضمن التوقعات في معدل العائد، والمخاطر و حجم الثروة.¹ وبالتالي فإن الحركة الدولية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل تستجيب للدوافع التالية:

أولاً - أسعار الفائدة الدولية:

التغيرات النسبية في سعر الفائدة تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال من البلدان التي بها وفرة لرأس المال إلى البلدان التي تعاني من ندرة، وهكذا ترفع أسعار الفائدة في بلد العجز وتنخفض في بلد الفائض، ومنه فإن ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل يؤدي إلى حركة رؤوس الأموال باتجاه الأسواق التي ارتفعت فيها أسعار الفائدة، وهذا رغبة في تحقيق عائد أكبر، مثل شراء أصول أجنبية قصيرة الأجل (مثل أذونات الخزانة والأوراق التجارية) أو بإيداع رأس المال لفترة قصيرة في إحدى البنوك الأجنبية.

ثانياً - التغير في أسعار الأصول المالية:

يكون التغير في أسعار الأصول استجابة لقوى العرض والطلب في الأسواق المالية، وهو من مصادر عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية، لذلك فمن المتوقع أن تغير أسعار الأصول أو توقع تغير أسعارها سيولد حركة دولية لرؤوس الأموال كاستجابة لذلك.

ثالثاً - سعر الصرف:

تستجيب رؤوس الأموال الدولية قصيرة الأجل للتوقعات في سعر الصرف، خاصة مع تبني معظم الدول لأنظمة سعر صرف معومة، ويحاول المضاربون الاستفادة من دقة توقعاتهم لأسعار الصرف وينقلون أموالهم وفقاً لهذه التوقعات وذلك للاستفادة من فروقات الأسعار الخاصة بالعملات، فمثلاً عند توقع تغيرات ملموسة في القيمة الدولية للعملة الوطنية لإحدى البلدان، يقوم المضاربون بتحويل أموالهم للبلد المعني لشراء مقادير من عملته قبل أن يرتفع سعر صرفها في السوق العالمي ثم يقومون ببيع هذه المشتريات عند تحقق توقعاتهم.

¹ لتفصيل أكثر ارجع: جون هيدسون، المرجع السابق، ص ص 341 - 351..

كما قد تتولد حركة رؤوس أموال دولية تفاديا لمخاطر الصرف، والتي تنشأ من خلال تغير سعر الصرف بين عملتين خلال الفترة بين بدا الإقراض وتاريخ السداد، وتستعمل عادة تقنية سعر الصرف الآجل للتقليل من هذا الخطر.

رابع - المخاطر السياسية:

وهي تلك المخاطر الناتجة عن فرض حكومة المقترض قوانين تجمد أصل القرض أو الفائدة عليه جزئيا أو كليا، وبصفة عامة تنشأ المخاطر السياسية من اختلاف السياسات والأنظمة بين البلدان، والتي بدأت في الانخفاض مع تطور التكامل بين الأسواق المالية الدولية في إطار ما يعرف بالعملة المالية.

خلاصة الفصل الأول:

يتم تداول ظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال تحت العديد من الاصطلاحات كالتمويل والاستثمار الدولي، التدفقات المالية الدولية والتي تمثل بصفة عامة ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير رؤوس الأموال للتبادل دولياً، وهو بذلك يمثل الجانب النقدي والمالي للعلاقات الاقتصادية الدولية والتي تعاضمت مكانته وتجاوزت الجانب الحقيقي المتمثل في التجارة الدولية.

تتضمن الحركة الدولية لرؤوس الأموال الاستثمارات المباشرة، استثمارات المحفظة المالية الدولية، الديون قصيرة الأجل وطويلة لأجل، الائتمان التجاري وقروض صندوق النقد الدولي، إلا أن الجزء الأكبر من هذه التدفقات يتمثل في الاستثمار المحفطي، والاستثمارات الأجنبية المباشرة،

لعبت العديد من العوامل المكونة لمظاهر وعناصر العولمة الاقتصادية، دوراً كبيراً في زيادة حجم الحركة الدولية لرؤوس الأموال ومنها:

- تطور النظام النقدي الدولي بالرغم من الاضطرابات التي عرفتها إلا أن مؤسسات بروتون وودز عملت على تصدير قناعتها إلى النظم النقدية الوطنية، تحت إدارة نظام نقدي عالمي واحد.
- تطور التجارة الخارجية سواء تعلق الأمر بحجمها أو نطاقها الجغرافي، حيث فاقت نسبة الصادرات العالمية 31% من حجم الناتج المحلي العالمي.
- تعاضم ظاهرة التدويل وزيادة نشاط الشركات متعددة الجنسيات، حيث وصل حجم إيراداته إلى حوالي 26 ترليون دولار سنة 2012، وتنتج حوالي ربع الناتج المحلي العالمي.
- الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية وانخراط أغلب دول العالم في تكتلات إقليمية، بالإضافة إلى الاتفاقيات الثنائية والمتعددة بين الدول الرامية إلى إزالة القيود على حركة التجارة والاستثمار.
- تحرير الأسواق المالية وتنامي التعاملات المالية والمصرفية الدولية بداية من ظهور مراكز الافشور وصولاً إلى التحرير التام لمعظم النظم المالية الوطنية.

تحتكم رؤوس الأموال في المفاضلة بين الوجهات المتاحة للاستثمار على المستوى الدولي إلى نفس المبدأ في تخصيص رؤوس الأموال على المستوى المحلي، وتسعى رؤوس الأموال عادة وراء الفرص الأكثر تحقيقاً للربح والأكثر أماناً من المخاطر المختلفة، وتتوقف فرص تحقيق العائد وتقليل المخاطر من الحركة الدولية لرؤوس الأموال على مجموعة من العوامل أهمها: حجم السوق، وفرة عوامل الإنتاج والبنية التحتية، الاستقرار الاقتصادي والسياسي،

أسعار الفائدة الدولية، سعر الصرف. وتتفاوت أهمية هذه العوامل حسب شكل تدفق رؤوس الأموال الدولية، فالعوامل التي تتحكم في تدفق القروض الدولية مثلاً تختلف عن تلك المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وتختلف كذلك عن العوامل المؤثر على تدفق الاستثمار المحفطي دولياً.

الفصل الثاني:
أشكال الحركة الدولية
لرؤوس الأموال

مقدمة الفصل الثاني:

سادت القروض الدولية والمساعدات والمنح في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وتطورت بشكل أكبر في فترة الحرب الباردة، التي شكلت أهم أوجه الحركة الدولية لرؤوس الأموال، إلا أن بداية التسعينات من القرن الماضي عرفت اهتماماً متزايداً بالاستثمار الأجنبي المباشر، ومع زيادة اتجاه الدول نحو تحرير حركة رؤوس الأموال دولياً وتطور الأسواق المالية العالمية طغت حركة الاستثمار الأجنبي للاستثمار في الأسواق المالية على باقي أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال. سنفصل أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال من خلال ثلاثة مباحث: في المبحث الأول نتطرق إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، أما المبحث الثاني فيتناول الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية، والمبحث الثالث نستعرض فيه القروض الدولية والمساعدات والمنح.

المبحث الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر.

استخدم مصطلح الاستثمار الأجنبي المباشر لأول مرة سنة 1930 من قبل "هربرت فيس Herbert Feis" في كتابه (التاريخ المالي للاستثمارات الأجنبية الأوروبية في القرن 19)¹، ويعود الظهور الحقيقي للاستثمار الأجنبي المباشر إلى قيام الثورة الصناعية في مستهل القرن التاسع عشر، وقد عرف هذا الشكل من الحركة الدولية لرؤوس الأموال اهتماما متزايدا بداية من تسعينات القرن الماضي مع تزايد تدفقاته عبر العالم، في مقابل تراجع مصادر التمويل الخارجية الأخرى، التي كانت سائدة قبل ذلك كالفروض والمنح والمساعدات الدولية.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر.

بعد ما كانت التجارة الدولية تشكل محور العلاقات الاقتصادية الدولية، أصبح الاستثمار الأجنبي يشكل قطبا مهما هو الآخر يضاهي أهمية التجارة الدولية، وأحيط بالاهتمام والدراسة من الاقتصاديين والهيئات الإقليمية و الدولية المتخصصة، وزاد الاهتمام به في ظل العولمة وهيمنة الشركات المتعددة الجنسيات والتوجه نحو المزيد من الاندماج والتكتلات الاقتصادية الإقليمية والعالمية.

يكاد يكون "ارتر بومفيلد Arthur Bloomfield" سنة 1968، أول من ميز بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر²، إلا أن تحديد مفهوم واضح للاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي يعود إلى جملة الدراسات التي ابتدأت في الستينات من القرن الماضي³.

تعددت التعاريف بسبب اختلاف المفكرين والمدارس الاقتصادية، وبسبب التطورات التي عرفتتها هذه الظاهرة، وكذلك بسبب تعارض المواقف من الاستثمار الأجنبي كظاهرة اقتصادية لها آثار إيجابية على المؤشرات الاقتصادية، أو كظاهرة سلبية لها أبعاد سياسية نتيجة لتعارض أهداف الشركات متعددة الجنسيات مع الدول المضيفة.

¹ Hale Daid, les marchés émergents et la transformation de l'économie mondiale, Revue d'économie financière, N^o : 30, 1994, P18, www.persie.fr/doc/ecofil-09087, 03/04/2013.

² سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مدخل في تحليل الخيارات المالية للشركة متعددة القومية وتحدياتها في عصر العولمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

³ سرمد كوكب الجميل، المسؤولية الاجتماعية للاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة علوم إنسانية، مجلة الكترونية، العدد 18، سبتمبر 2005،

<http://www.uluminsania.net>, 2013/04/03

نجد تعاريف قدمتها الهيئات الدولية والإقليمية المتخصصة مثل (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية الأوروبية، صندوق النقد الدولي، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية...) بالإضافة لاجتهادات بعض الباحثين في هذا المجال نذكر منها:

- 1- حسب "برتروند ريموند Bertrand-Raymond" الاستثمار الأجنبي المباشر هو وسيلة تحويل الموارد الحقيقية و رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى و خاصة في الحالة الابتدائية عند إنشاء المؤسسة.¹
- 2- "يتمثل الاستثمار الأجنبي المباشر في امتلاك جزء من الاستثمارات أو كلها في مشروع معين في دولة خارج دولة الإقامة، مع قيامه بالمشاركة والسيطرة الكاملة على الإدارة والتنظيم".²
- 3- الاستثمار الأجنبي المباشر هو ذلك الاستثمار الذي يتخذ عدة أشكال يجريه مستثمر أجنبي و من ثم يديره و يشرف عليه بشكل مستقل أو بشكل مشارك، وهذا الاستثمار يتخذ عدة صفات (عمومي، خاص، طبيعي أو معنوي) في البلد غير البلد الذي يقيم فيه بغرض تحقيق أهداف مختلفة.³
- 4- هو ملكية جزئية للمشروع المقام في إحدى الدول عن طريق مستثمرين محددين في دولة أخرى، وعموما المستثمر المباشر له ملكية كافية للمشروع الأجنبي لممارسة درجة من الرقابة الإدارية عليه، وبذلك يصبح المشروع المراقب منظما أجنبيا أو مساعدا للمشروع المراقب (الشركة الأم).⁴
- 5- هو تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع المعين هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة.⁵
- 6- يقصد بالاستثمار الأجنبي المباشر إنشاء شركة جديدة أو المشاركة في شركة جديدة أو قديمة أو توسيع شركة قديمة، من قبل المستثمرين الأجانب الذين يحتفظون بحقهم في الإدارة، والتحكم في كل عمليات

¹ Raymond bertand , Economie financière internationale, Edition : PUF. Paris 1971, p49.

² عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر 2001، ص 141.

³ فارس فضيل، المرجع السابق، ص 13.

⁴ رعد حسن الصرن، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، الجزء الثاني، ط1، دار رضا للنشر، سوريا 2001، ص 183.

⁵ أبو قحف عبد السلام، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2001، ص 112.

الشركة القائمة، ويتكون الاستثمار الأجنبي المباشر من المساهمة في رأس المال، وإعادة استثمار الأرباح، والقروض قصيرة وطويلة الأجل بين الشركة الأم وفروعها.

7- يعرفه مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية (UNCTAD) بأنه استثمار ينطوي على علاقة طويلة المدى، ويعكس مصلحة دائمة وسيطرة كيان مقيم في اقتصاد ما، (المستثمر الأجنبي أو الشركة الأم) وذلك في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر (مؤسسة الاستثمار المباشر أو المؤسسة التابعة لها أو فروع الشركات الأجنبية).¹

8- تعرف المؤسسة العربية لضمان الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه تلك الاستثمارات طويلة الأجل التي يكون لأصحابها دور مشاركة فعلية في الإدارة واتخاذ القرارات عن طريق المشاركة الدائمة في رأس مال المشروع الاستثماري.²

9- حسب البنك الدولي الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 في المائة أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر، وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل.³

من خلال التعاريف السابقة نستخلص:

- إن الاستثمار الأجنبي المباشر يعطي للقائم به حق الإشراف والمتابعة على المشروع وهي النقطة الجوهرية التي تميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن باقي أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

- يتضمن الاستثمار الأجنبي المباشر انتقال رؤوس الأموال في شكلها المادي أو النقدي من دولة إلى دولة أخرى، من خلال قيام مستثمر بـ:

- إنشاء شركة جديدة أو فروع لشركته في دولة غير دولة إقامته.
- شراء أو المساهمة بنسبة تفوق 10% من رأس مال مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر.

¹ UNCTAD, World Investment Report Transnational Corporation Agricultural Production and Development, New York and Geneva 2009, p 243.

² المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، معوقات الاستثمار في الدول العربية، سلسلة دراسات اقتصادية واستثمارية، رقم 7، الكويت بدون سنة نشر، ص9.

³ البنك الدولي، 2015/11/03 <http://www.data.albankaldawli.org/indicator>

- إعادة استثمار الأرباح المحصلة من الاستثمار في إحدى الشكليات السابقين.
- القروض داخل الشركة وهي في العادة المبالغ المتأتمية من عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين الشركة الأم والشركات المنتسبة إليها (فروعها في الخارج).

المطلب الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر.

يصنف الاستثمار الأجنبي المباشر وفق للعديد من المعايير، منها معيار الهدف من الاستثمار، ومعيار مجال الاستثمار، ومعيار الملكية.

أولاً - أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر حسب معيار هدف المستثمر:

ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى عدة أنواع حسب الأهداف التي يرغب المستثمر الأجنبي من تحقيقها: استثمار باحث عن الثروات، واستثمار باحث عن الأسواق، والاستثمار الباحث عن الكفاءة.

1- الاستثمار الباحث عن الثروات: وهو ذلك النوع من الاستثمار الموجه لاستغلال الثروات الطبيعية والصناعات الإستخراجية، خاصة في الدول النامية ويسعى لاستغلال المزايا النسبية للدولة المضيفة لاسيما تلك الغنية بالموارد الطبيعية كالنفط والغاز والمنتجات الزراعية، فضلاً عن الاستفادة من انخفاض تكلفة العمالة أو وجود عمالة ماهرة ومدربة¹.

2- الاستثمار الباحث عن الأسواق: يعد هذا النوع من أهم أنواع الاستثمارات الأجنبية التي سادت قطاع الصناعة في الستينات والسبعينات من القرن الماضي، أثناء تطبيق سياسة إحلال الواردات التي تتضمن عدة إجراءات حمائية لدعم الصناعات المحلية في مواجهة المنافسة الأجنبية، فيظهر هذا النوع من الاستثمار الأجنبي عوضاً عن التصدير بسبب وجود القيود المفروضة على الواردات في الدولة المضيفة، ويتجه هذا النوع من الاستثمار إلى الدول ذات الأسواق كبيرة الحجم.

3- الاستثمار الباحث عن الكفاءة: يتم هذا النوع من الاستثمار عندما تقوم الشركات متعددة الجنسيات بتركيز جزء من أنشطتها في الدول المضيفة بهدف زيادة الربحية، فقد دفع ارتفاع مستويات الأجور في الدول

¹ حسان خضر، الاستثمار الأجنبي تعريف وقضايا، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004، ص6.

الصناعية بعض هذه الشركات إلى الاستثمار في العديد من الدول النامية، ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بآثاره التوسعية على تجارة الدولة المضيفة، كما يؤدي إلى تنويع صادراتها فضلاً عن آثاره التوسعية على الاستهلاك عن طريق استيراد كثير من مدخلات الإنتاج¹.

ثانياً - أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر حسب معيار مجال الاستثمار:

نفرق وفقاً لهذا المعيار بين الاستثمار الأفقي والاستثمار العمودي والاستثمار المختلط، ويمكن اعتماد هذا التصنيف من وجهة نظر الدول المصدرة للاستثمار.

1- الاستثمار الأفقي: يهدف هذا النوع من الاستثمار إلى التوسع الاستثماري في الدول المتلقية بغرض إنتاج السلع نفسها أو سلع مشابهة للسلع المنتجة محلياً،² ويجلب هذا النوع من الاستثمار الخبرة والتكنولوجيا وتجهيز الدولة المضيفة بالقدرات الإنتاجية والتسويقية والإدارية وتوزيع المنتج.

2- الاستثمار العمودي: يهدف هذا النوع من الاستثمار إلى إنتاج المواد الخام أو السلع الوسيطة في الخارج لإدخالها في إنتاج المنتجات النهائية. إذ تستعمل في عملية الإنتاج المحلية ويطلق عليه الاستثمار العمودي الخلفي، وعندما تقوم الشركة بالإنتاج وتسويق منتجاتها تكون أقرب إلى المستهلك النهائي فيطلق عليه الاستثمار العمودي الأمامي، إذ تقوم الحكومة بوضع سياسات استثمار محكومة بدخول كميات كبيرة من رأسمال الأجنبي، فضلاً عن اهتمامه بالتصدير وهو شرط للدخول إلى الدولة المضيفة، إذاً يمكن القول أن الاستثمارات العمودية تقدم أثر تكاملي على الاقتصاد مما يخلق روابط خلفية وأمامية³.

3- الاستثمار المختلط: هو الذي يشمل النوعين معاً.

ثالثاً - أشكال الاستثمار الأجنبي حسب معيار الملكية:

يعتمد هذا المعيار على ملكية الاستثمار الأجنبي إذا كانت ملكية فردية أو مشتركة.

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 83، ديسمبر 2005، ص 11.

² حسان خضرم، المرجع السابق، ص 6.

³ Hill Charles, International Business, 4th Ed, New York 2003, p218.

1- الاستثمار المشترك: وهو عبارة عن شركات يؤسسها ويملكها بصورة مشتركة مستثمرون أجنبى مع شركاء محليين، أي يضاف طرف وطني إلى الطرف الأجنبي، وقد يكون الطرف الوطني من القطاع العام أو الخاص أو الاثنين معاً، وفي هذا النوع يكون الطرف الأجنبي أحد الشركات المتعددة الجنسية والتي تمتلك مزايا لا يمتلكها الطرف الوطني أو المحلي ومن أهم هذه المزايا الخبرة الفنية والتكنولوجيا الحديثة¹، والمشاركة لا تقتصر على رأس المال بل تمتد إلى الإدارة والخبرة وبراءة الاختراع أو العلامات التجارية. فقد تكون حصة المستثمر الأجنبي عبارة عن خبرة فنية ومعرفة تكنولوجية وليست حصة من رأس المال، وقد تكون الحصة عن طريق تقديم معلومات أو معرفة تسويقية أو عملية تقييم للسوق، وفي ظل هذه الظروف يكون لكل طرف من أطراف العملية الاستثمارية حق المشاركة في إدارة المشروع².

2- الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي: وهي أكثر الأنواع تفضيلاً لدى الشركات متعددة الجنسيات³، حيث تقوم باستثمار جزء من رأس مالها في دولة أخرى من خلال مشروعات إنتاجية أو خدمية مملوكة لها بالكامل، وهي المسؤولة عن العمليات الإدارية والإنتاجية والتسويقية وتكون هنا درجة المخاطرة عالية نسبياً مقارنة بالاستثمار المشترك، وتستطيع الشركات الدولية امتلاك مشاريع استثمارية في البلد المضيف عن طريق شراء شركة محلية قائمة بتجهيزاتها واستخدام العمالة الموجودة فيها أو عن طريق قيام الشركة الدولية بإنشاء شركة جديدة (كإنشاء فروع للإنتاج أو التسويق كما هو شائع) في البلد المضيف.

3- الاستثمار في مشاريع البنية التحتية المحولة: وهو ما يعرف بالاستثمار الأجنبي المباشر في شكل عقود امتياز لمدة تتراوح بين 20 و50 عاماً ويوجه هذا الشكل إلى مشاريع البنية الأساسية، مثل بناء محطات الكهرباء أو المطارات أو الطرق، ثم استغلالها لمدة متفق عليها على أن يعود الاستثمار في نهاية عقد الامتياز إلى الدولة المضيفة فيما يعرف بعقود البناء والتشغيل والتحويل (B.O.T)، وهذا النوع مفيد للطرفين حيث أن الدولة تستفيد من التمويلات التي تتوافر عليها الشركات متعددة الجنسيات في بناء مشروعات البنية الأساسية والتي ستستفيد منها في المستقبل عند انتقال ملكيتها إليها، وفي الجانب المقابل يرى المستثمر الأجنبي أن تلك المشروعات ذات جدوى اقتصادية وتعود عليه بعائد اقتصادي خلال فترة الامتياز⁴.

¹ هناء عبد الغفار السامرائي، الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أمودجاً، منشورات بيت الحكمة، العراق 2002، ص 16.

² عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، ط 1، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، بيروت، 2001، ص 482.

³ نفس المرجع، ص 388.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظماً شركاتها تداعياتها، الدار الجامعية، مصر 2008، ص 184.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر.

توجد العديد من النظريات والدراسات الاقتصادية التي حاولت إعطاء تفسير لظاهرة الاستثمار الأجنبي المباشر، وأسباب قيامها كأى ظاهرة اقتصادية أخرى.

أولاً - نظرية عدم كمال السوق:

قدم "Hymer" سنة 1960، فكرة الميزة الاحتكارية للشركات متعددة الجنسيات، نتيجة لامتلاكها إمكانيات تكنولوجية أو إنتاجية أو مالية أو إدارية، والتي لا تتوفر لدى الشركات الوطنية في البلدان المضيفة، وبالتالي عدم كمال السوق أي غياب المنافسة الكاملة، وبالتالي فإن قيام الاستثمارات الأجنبية المباشرة يتوقف على توفر شرطين:

- أن يمتلك المستثمر الأجنبي ميزة نسبية عن المستثمر المحلي في البلد المضيف.
- أن المنافع الناتجة عن الاستثمار الأجنبي يفوق أي منافع من الاستثمار في بدائل أخرى كالاستثمار في الداخل، أو التصدير أو منح التراخيص.

بناءً على هذه النظرية فإن حدوث الاستثمار الأجنبي المباشر ناتج عن:¹

- هروب من المنافسة الكاملة في الأسواق الوطنية بالدول المصدرة للاستثمار والبحث عن تعظيم أكبر للأرباح.
- ويدعم هذا الهروب توافر مزايا متنوعة (تكنولوجية إدارية، تسويقية...) لدى المستثمر الأجنبي.

وجهت عدة انتقادات لهذه النظرية أهمها: أنها لم تعطي تفسيراً للاستثمارات المتقاطعة في نفس الصناعة، فمثلاً وجود مستثمرين من الدولة (أ) في الدولة (ب)، ووجود مستثمرين من الدولة (ب) في الدولة (أ)، كما أن النظرية لم تقدم تفسيراً لتفضيل الشركات متعددة الجنسيات التملك المطلق للمشروعات الاستثمارية الإنتاجية، كوسيلة لاستغلال المزايا الاحتكارية لهذه الشركات في الوقت الذي يمكن أن تحقق ذلك من خلال التصدير أو عقود التراخيص المختلفة،² فضلاً عن تجاهلها لأهمية المزايا المكانية للدولة المضيفة كسبب هام لتوطن الاستثمار الأجنبي فيها.³

¹ عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وأثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2008، ص 86.

² عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الاستثمار الدولي، المكتب العربي الحديث، مصر 1991، ص 73.

³ أميرة حسب الله محمد، المرجع السابق، ص 28.

ثانيا - نظرية دورة حياة المنتج:

قدم "ريموند فرنون Raymond Vernon" سنة 1966 نموذج دورة حياة المنتج، والذي تأسس بشكل رئيسي على نظريات الفجوة التكنولوجية للتجارة الدولية حيث تلعب الاختلافات التكنولوجية بين الدول دورا هاما في قيام كل من التجارة الدولية والاستثمار الأجنبي المباشر، ولقد افترضت النظرية أن الميزة النسبية التي تتمتع بها إحدى الدول في إنتاج سلع معينة يمكن أن تنتقل من دولة لأخرى بمضي الزمن وذلك نظرا لأن المنتجات تمر بدورة حياة¹. ترى هذه النظرية أن كل منتج له دورة حياة، وتنقسم إلى ثلاث مراحل²:

المرحلة الأولى: اكتشاف منتج جديد، وفيها تتمتع الشركات المبتكرة بميزة احتكارية.

المرحلة الثانية: تكنولوجيا المنتج شائعة نسبياً؛ حيث يزداد عدد المبتكرين القادرين على الإنتاج، وفي هذه المرحلة تبحث الشركات عن أمثلة جديدة لتخفيض تكلفة إنتاج هذا المنتج بالاقتراب من أسواق التصدير لاختصار تكلفة النقل وتخفيض تكاليف العمل.

المرحلة الثالثة: الشركات في هذه المرحلة إلى إنتاج المبتكرين في اقتصاديات كثيفة العمل ومنخفضة الأجور، وغالباً ما تكون في الدول النامية، وتتحول هذه الدول إلى قاعدة تصدير إلى الدولة الأم وإلى الدول المتقدمة الأخرى، حتى تتمكن الشركة الأصلية من حماية أرباحها والمحافظة على حصتها من السوق.

وجهت عدة انتقادات لهذه النظرية كذلك أهمها:

- لا يمكن تطبيق هذه النظرية على كافة السلع، فهناك بعض السلع يصعب على الدول الأخرى غير التي ابتكرتها تقليد إنتاجها بسهولة³.
- في الوقت الراهن ومع التقدم التكنولوجي فإن المنتجات الجديدة غير موجهة لسوق واحدة فقط، بل هي موجهة لأسواق متعددة في مناطق مختلفة من العالم.

¹ أميرة حسب الله محمد، المرجع السابق، ص 29.

² أبو قحف عبد السلام، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، المرجع السابق، ص 53.

³ نفس المرجع، ص 65.

ثالثا: نظرية الموقع.

استغل "دانيغ Dunning" سنة 1981، الانتقادات الموجهة للنظريات السابقة في بناء نظريته (والتي يطلق عليها في بعض الكتابات النظرية الانتقائية للإنتاج الدولي، أو نموذج OLI*) التي تركز على العوامل الموقعية والبيئية المؤثرة على قرارات استثمارات الشركات الأجنبية في الدول المضيفة، توجد مجموعة من العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار الأجنبي بحسب هذه النظرية يطلق عليها العوامل الموقعية، اختصرها دانيغ في نموذج OLI:

O إمكانيات خاصة: يعني الميزة الاحتكارية التي تتميز بها هذه الشركات من حيث نوعية وضخامة الموارد المالية، نوعية التكنولوجيا، نظم الإدارة... الخ.

L إمكانية الإقامة في الخارج: يعني التوطن، وذلك بعد تحليل الميزة النسبية ودوافع تدويل النشاط بالاعتماد على تحليل العوامل المرتبطة بتحديد تكاليف الإنتاج المتمثلة أساسا في تكلفة اليد العاملة وتكلفة المواد الأولية، وتحليل مختلف الأنظمة المؤسسية المتواجدة على مستوى الموطن الجديد، كنظام الضرائب، قوانين العمل... الخ.

I إمكانية التدويل: يعني إحلال السوق، وتحمل كل التكاليف التي ترتبط بمنتجات الشركة في ظل العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية وبالبيئة التنافسية، وحتى تلك المرتبطة بالمحيط الطبيعي وعوامل التلوث... الخ، والتي من خلالها تحاول الشركات العالمية متعددة الجنسيات الوصول إلى إمكانية احتواء الأسواق من خلال فرض أعلى درجات الحماية على حقوق الاختراع والابتكار والتكنولوجيا.

وجهت انتقادات لهذه النظرية هي الأخرى أهمها أن العناصر الثلاثة (OLI) درسها دانيغ كل عنصر على حدا ولم يوضح طبيعة العلاقة بينها خاصة في الزمن.

رابعا- نظرية الموقع المعدلة:

طورا كل من "روبوك وسيموندس Robock and Simmonds" سنة 1983 نظرية الموقع ل دانيغ بإضافة بعض العوامل التي قد تؤثر على الاستثمارات الأجنبية، حيث اقترحا أن الأعمال والاستثمارات الدولية والأنشطة المرتبطة بها تتأثر بثلاث مجموعات من العوامل:¹

* OLI: Ownership Location and Internal advantages.

¹ نشأت عبد العال، المرجع السابق، ص ص 219-220، نقلا عن: S H Robock and K Simmonds, International business and multinational enterprise, Illinois richard Irwin, 1983, p46.

العوامل الشرطية: وتشمل النقاط التالية:

- خصائص المنتج، مثل نوع السلعة، استخدام السلعة، متطلبات إنتاج السلعة.
- الخصائص المميزة للدولة المضيفة، مثل طلب السوق المحلي، نمط توزيع الدخل، مدى توفر الموارد البشرية والطبيعية... الخ.
- العلاقات الدولية للدولة المضيفة والدول الأخرى، مثل النقل والاتصالات بين الدول المضيفة والدول الأخرى، الاتفاقات الاقتصادية والسياسية التي تساعد على حرية انتقال رؤوس الأموال والمعلومات والبضائع والأفراد... الخ.

العوامل الدافعة: وتشمل النقاط التالية:

- الخصائص المميزة للشركة، مثل مدى توفر الموارد المالية والبشرية والفنية أو التكنولوجية، حجم الشركة.
- المركز التنافسي، مثل المقدرة النسبية للشركة على المنافسة ومواجهة التهديدات والأخطار التجارية.

العوامل الحاكمة: وتشمل النقاط التالية:

- الخصائص المميزة للدولة المضيفة، مثل القوانين واللوائح الإدارية، ونظم الإدارة والتوظيف وسياسات الاستثمار، والحوافز الخاصة بالاستثمارات الأجنبية.
- الخصائص المميزة للدولة الأم، مثل القوانين واللوائح والسياسات الخاصة بتشجيع حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية، بالإضافة لظروف المنافسة، وتكاليف الإنتاج.
- الخصائص الدولية، مثل الاتفاقيات المبرمة بين الدولة المضيفة والدولة الأم، والمبادئ والمواثيق الدولية المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية بصفة عامة.

خامسا - نظريات أخرى:

هناك بعض النظريات الأخرى التي حاولت تفسير جزء من الحركة الدولية للاستثمار الأجنبية نذكر منها:

- 1- نظرية منطقة العملة:** أشار "ألبر Alber" 1970 أن دوافع الاستثمار الأجنبي يرتبط بالقوة النسبية للعملة المختلفة، فكلما كانت عملة بلد معين أقوى زاد احتمال أن تقوم شركاته بالاستثمار في الخارج وقل احتمال أن تستثمر الشركات الأجنبية فيه، مستندا في حجته إلى العلاقات الخاصة بالسوق الرأسمالية ومخاطر سعر الصرف¹، فبعض الشركات من الدولة الأم تكون أكثر قدرة على تعظيم عوائدها بسعر أعلى من الشركات العاملة

¹ مفيد دنون يونس و دنيا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق 2006 ص100.

بالدولة المضيفة لأنها تستطيع الاقتراض بسعر فائدة أقل من أسواق رأس المال الدولية، فكلما زادت قوة عملة الدولة كلما انخفضت أسعار الفائدة بتلك الدولة¹.

2- نظرية توزيع المخاطر: يرى "كوهين" سنة 1975، أن الشركات تستثمر في الخارج وذلك بغرض زيادة أرباحها من خلال تخصيص المخاطر التي تواجهها وهذا بتوزيع أنشطتها بين الدول غير المتشابهة وغير المرتبطة ببعضها البعض²، أي التنوع الدولي للاستثمارات للتقليل من مخاطر التركيز.

3- نظرية تدويل الأسواق الوسيطة: "باكلي و كاسن Casson and buckley" سنة 1976، حسب هذه النظرية فإن أسواق المنتجات الوسيطة هي أسواق تتضمن (المعارف، التراخيص، الإعلام، الماركات... الخ)، وهذه الأخيرة هي التي يقصد بها المنتجات الوسيطة، وتعتبرها بأنها أسواق غير كاملة، مما يؤدي ذلك إلى جعل الشركات تعتبرها مواقع هامة و مغرية لاقتحامها، الأمر الذي يؤدي بها إلى اتخاذ قرار التدويل لتأكيد ما لديها من قدرتها فيها بحكم ما تمتلكه من الإمكانيات التكنولوجية و الإدارية و الفنية، وعندما يتم ذلك ميدانيا تصبح متعددة الجنسيات³.

4- نظرية الميزة النسبية (النموذج الياباني): تلخصت في أعمال كل من "كوجيما Kojima و أوزوا Ozawa"، والتي حاولت تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر استنادا إلى تجربة الشركات اليابانية، و ما تتمتع به من ميزات و خصائص تسييرية و تنظيمية، تختلف عن النماذج الأوروبية والأمريكية، وتؤكد هذه النظرية الميزة النسبية للشركات اليابانية التي تكتسبها من التنظيم المحكم و التسيير الفعال.

5- نظرية التحليل التجميعي:⁴ اعتمد "ميشيلي Muchielli" سنة 1985 في تفسيره لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر على ثلاث مستويات من التحليل وهي: مستوى التحليل الكلي (الميزة النسبية للدولة الأصلية)؛ مستوى التحليل الجزئي (الميزة التنافسية للمؤسسة)؛ مستوى هيكل الصناعة أو القطاع.

¹ رضا عبد السلام، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر 2007، ص46.

² فرحي كريمة، أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع دراسة مقارنة بين الصين تركيا مصر والجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر (3) 2013، ص21.

³ فارس فضيل، المرجع السابق، ص 76.

⁴ Muchielli J L, Les firmes multinationales mutations et nouvelles perspectives, Economica, Paris 1985, p12.

بالنسبة لمستوى التحليل الكلي يرى ميشيلي أن لكل بلد ميزة نسبية لسلعة معينة في مواجهة بلد معين، ويرجع امتلاك تلك الميزة النسبية من جانب العرض إلى توفر البلد على تكنولوجيا متطورة، وفرة عناصر الإنتاج، وفورات الحجم، أما من جانب الطلب، فتظهر تلك الميزة في امتلاك البلد لمستوى دخل مرتفع، أو حجم سوق كبير، و لتنوع الأذواق.

أما على مستوى التحليل الجزئي فإن المؤسسة ومن خلال دمجها واستغلال الموارد المتاحة، تكتسب ميزات تنافسية ذاتية مثل تخصيص الموارد، النظام التنظيمي والهيكلية، عمليات البحث والتطوير، وامتلاك تكنولوجيا جديدة، أو إنتاجها لسلعة جديدة.

في حين يظهر التحليل على مستوى هيكل الصناعة أو القطاع كمستوى وسيط بين المستويين السابقين، حيث يعتبر أن منتجا كثيفا في التكنولوجيا يكون له سوق احتكاري، بينما المنتج العادي يكون له سوق عادي.

بناءا عليه فإن توفر الارتباط أو الانفصال في الميزة التنافسية للمؤسسة، والميزة النسبية للبلد، تحدد طريقة اندماج البلد في النظام العالمي بالاتجاه نحو التبادل السلعي أو الاستثمار الأجنبي المباشر، أو إبرام عقود التعاون.

المبحث الثاني: الاستثمار الأجنبي المحفظي.

إن التطور الأهم في حركة رأس المال الدولي، جاء في الثمانينات من القرن الماضي بعد لجوء الدول الصناعية الرئيسية إلى تحرير التحكم في رأس المال، مع الاتجاه المتزايد نحو تعويم العملات، وزيادة التوقعات بالعائدات الجمة من تدفق رأس المال وانخفاض المخاطر المرتبطة به¹، وينصرف الاستثمار المحفظي كمفهوم إلى كل حركة رأس المال الدولي للاستثمار في محفظة الأوراق المالية من خلال التعامل في أنواع مختلفة من الأوراق المالية وبمساعدة مؤسسات مالية متخصصة.

¹ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص143.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي

يشار إليه كذلك بمصطلح الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، كما أن هناك بعض من لا يفرق بينه وبين الاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكن سنحاول التفرقة بينهما فيما سيأتي. وعموما يتعلق الاستثمار المحفظي بقيام المستثمر بالتعامل في أنواع مختلفة من الأوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق دين (سندات) خارج دولة إقامته، وكما سبق وأن أشرنا يكون "ارتر بومفيلد Arthur Bloomfield" سنة 1968، أول من ميز بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

أولاً - تعريف الاستثمار المحفظي:

تعرف الأونكتاد الاستثمار المحفظي بأنه تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة المستثمر فيها ومن دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في إدارة المشروع، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية الحصول على الأرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار وكذلك تقليل المخاطرة من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية وعادة ما تقوم الأسواق المالية بالوساطة في عمليات ذلك الاستثمار¹.

يعد الاستثمار الأجنبي المحفظي* المكون الثاني من تدفقات رأس المال الدولي، وهو يمثل المعاملات التي تنطوي على موجودات مالية كالأسهم والسندات، وما يصاحبه نقل لموجودات مادية وغير مادية. وهذا النوع من الاستثمار يتمثل بقيام الشركات أو الأفراد بشراء الموجودات المالية التي تنتج عوائد معينة في مدة زمنية معينة، وبأقل خطر ممكن ومن دون السيطرة على مقدرات الشركة، وبعبارة أخرى إن الاستثمار الأجنبي المحفظي يعني تملك الأسهم أو السندات بقصد المضاربة أحيانا والاستفادة بالتالي من فرق الأسعار، أو الحصول على أرباح تدرها الأسهم أو السندات، وفي هذا النوع من الاستثمار يشكل رأس المال الأجنبي نسبة أقل من (10%) من رأس مال المشروع، ولذلك فإنه لا يسمح له بمباشرة السيطرة الفعلية على إدارة المشروع ولا تعطيه الحق في التصويت على القرارات الإدارية².

¹ حسن كريم حمزة، المرجع السابق، ص 111، عن الأونكتاد، لجنة الاستثمار والقضايا المتصلة بذلك، اجتماع الخبراء المعني بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، منشورات الأمم المتحدة، جنيف 1999، ص 80.

* يرمز له اختصاراً بـ FPI (Foreign Portfolio Investment)

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2010، ص 780.

ويشتمل الاستثمار المحفظي على كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية والسندات التي تصدرها المؤسسات وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس المال¹، ويتم هذا الاستثمار عادة من قبل مؤسسات التمويل، كالبنوك وصناديق الاستثمار أو المستثمرين المؤسسين مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، وإن المستثمرين يوفرون عادة رأس المال النقدي من خلال شراء حصص شركة ما (أسهم أو سندات) من دون المشاركة في إدارتها².

وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمار هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، إذ يسعى مستثمرو المحافظ الدولية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية، وبالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقاً لتطور الأسواق المالية لهذه الدول، وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول³.

بناءً على ما سبق فإن الاستثمار الأجنبي المحفظي يشتمل على:

- استثمار الأجانب في السندات وكل أشكال الأوراق المالية - التي تمثل حقوق دين - المصدرة من طرف الشركات الوطنية سواء كانت خاصة أو عمومية.
- استثمار الأجانب في الأسهم (حق ملكية) من دون القدرة على الإشراف والمراقبة على نشاط الشركة.
- يصنف الاستثمار على أنه استثمار أجنبي محفظي إذا لم تتجاوز نسبة ملكية المستثمر الأجنبي (10%) من أسهم الشركة الوطنية، وبالتالي عدم القدرة على الإشراف والمراقبة.

ثانياً - أشكال الاستثمار الأجنبي المحفظي:

يتم الاستثمار الأجنبي المحفظي من خلال أحد الأشكال التالية:

¹ نوزاد عبد الرحمن الهيثي، منجد عبد اللطيف الحشاني، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2007، ص 180.

² هناء عبد الغفور السمراي، المرجع السابق، ص 17.

³ محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جلب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 61-62، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2013، ص 75.

1- شراء أوراق مالية مباشرة من البورصة: ويتم من خلال التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو الثانوية، بحيث لا تتعد مساهمة المستثمر في الشركة 10 % لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى استثمار أجنبي مباشر يتيح للمستثمر الأجنبي فرصة السيطرة على الشركة¹.

2- صناديق الاستثمار: تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق بيع أسهم (حصص ملكية) أو ما يعرف بوثائق الاستثمار، ويتم توظيف هذه الأموال في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات الشركات المختلفة سواء كانت في الداخل أو الخارج²، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفض من درجة المخاطر التي يتعرض لها خصوصا في ضوء إدارة هذه المحفظة من مديرين متخصصين، أما بالنسبة إلى الشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال³.

3- الإصدارات الدولية للأوراق المالية: الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية، وهي أوراق يتم تسجيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية، مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، ومن بين أهم أنواع الإصدارات الدولية للأوراق المالية:

- شهادات الإيداع الدولية: تصدرها البنوك والمؤسسات الوطنية تثبت من خلالها إيداع مبلغ معين بسعر فائدة معين ولمدة محددة يتم تداول هذه الشهادات في عدة بورصات في العالم، فهذه الشهادات تمثل حقا على أسهم مؤسسة أجنبية مودعة لدى البنك ويتم تداولها في بورصة أجنبية. وتعطي الشهادة لحاملها كافة الحقوق التي يتمتع بها حامل السهم مع ملاحظة أن حامل الشهادة لا يعتبر مالك لحصة في رأس مال الشركة المعنية ولكنه مالك لحصة شائعة في مجموعة الأسهم لدى البنك المصدر للشهادة⁴ وعادة تتطلب هذه الإصدارات توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الإنتاجي، وأن

¹ علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية، العدد 63-64، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2013، ص 81.

² مفتاح صالح وبوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر 2013، ص 68.

³ علا عادل علي عبد العال، المرجع السابق، ص 82.

⁴ أميرة حسب الله محمد، المرجع السابق، ص 45.

تتمتع بأداء مالي وإداري جيد، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدّة وفقاً للمعايير المحاسبية المقبولة دولياً، وتشترط بعض الأسواق العالمية إتباعها لنظم المحاسبة الدولية.

- السندات الأجنبية: هي عبارة عن السندات التي تصدرها شركة أجنبية أو حكومة أجنبية في سوق المال المحلي لدولة أخرى فهي عادة ما تباع من خلال أحد بنوك الاستثمار في الدولة المضيفة، ويتم تداولها بعد ذلك في سوق المال الخاص بهذه الدولة المضيفة وعندها يخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة.

ثالثاً - أشكال أخرى للاستثمار الأجنبي غير المباشر:

كما سبق وأشرنا فإنه يمكن التفريق بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والاستثمار الأجنبي المحفطي، أن هناك أشكال أخرى للاستثمار الأجنبي لا تتضمن القدرة على الإشراف والمراقبة وبالتالي لا يمكن تصنيفها كاستثمار أجنبي مباشر، كما أنها لا تتضمن استثمار في سوق الأوراق المالية وبالتالي لا يمكن تصنيفها كاستثمار محفطي، ومن أمثلتها عقود الترخيص، المفتاح في اليد، وهو ما أصبح يعرف بالاستثمار الأجنبي غير القائم على المساهمة في رأس المال، فهذه الأشكال الجديدة للاستثمار الأجنبي تسمح للشركات متعددة الجنسية بالولوج إلى الأسواق العالمية، وذلك من خلال مجموعة واسعة من الأنشطة القائمة على إمداد الشركات المحلية في الدولة المضيفة بالأصول الملموسة وغير الملموسة مع احتفاظ الشركات المحلية بالملكية الكاملة للمشروع.

1- عقد الترخيص: هي اتفاقيات يتم بموجبها قيام شركة أجنبية بمنح تراخيص إلى شركة محلية قصد استعمال تكنولوجياها الخاصة بإنتاج معين، على أن تأخذ الشركة صاحبة الترخيص حصة من أرباح المشروع الاستثماري، إضافة لإمكانية شرائها للمواد الأولية بأسعار منخفضة، كما هو الشأن في اتفاقيات التبادل التعويضي والتسويق بالمنتج¹.

2- عقد الامتياز: هو عقد يشبه الترخيص يلتزم بموجبه مانح الامتياز بتمكين ممنوح الامتياز من استخدام حقوق الملكية الفكرية الخاصة به وأهمها اسم مانح الامتياز التجاري وشعاراته ورموزه وعلاماته التجارية، وكذلك الاستفادة من خبراته ومهاراته وأنظمة عمله ومعرفته الفنية والتكنولوجيا استخدامها في توزيع منتجات و/أو تقديم خدمات،

¹ عبد القادر ناصور، إشكالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر محاولة تحليل، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بوبكر بلقايد - تلمسان، الجزائر 2014، ص 27.

إضافة إلى تقديم منح الامتياز المعونة الفنية والتجارية والتدريب لممنوح الامتياز ومساعدته في كل ما يعينه على ممارسة النشاط موضوع العقد¹.

3- عقد الإدارة: تقوم الشركات الأجنبية أحيانا بإدارة جزء معين من أنشطة وعمليات المشروع الاستثماري المنجز في البلد المضيف وذلك مع التزامها بتكوين وتأهيل العمال المحليين خلال فترة العقد الذي يربطها مع الطرف المحلي وذلك مقابل فوائد مادية و تعد عقود الإدارة أحد أهم أشكال الإدارة الدولية للأعمال خاصة في مجال الخدمات مثل الفنادق وشركات الطيران وغيرها، حيث يترتب عن هذه العقود تحويلات هامة للعملة الصعبة.

4- عقود المفتاح في اليد: هي عبارة عن اتفاق بين الطرف الأجنبي (المستثمر الأجنبي) والطرف الوطني (الحكومة، المؤسسة الوطنية... الخ)، مبني على أساس قيام الطرف الأجنبي بإنجاز مشروع استثماري إلى غاية الانتهاء منه و بداية تشغيله، عندها يتم تسليمه للطرف المحلي لتشغيله والإشراف على المشروع.²

رابعا- الفرق بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والاستثمار الأجنبي المباشر:

تعتمد التفرقة بين نوعي الحركة الدولية لرؤوس الأموال على معيار القدرة على الإشراف والرقابة من عدمها، وبالرغم من التباين في التقدير الكمي لمعيار الإشراف و الرقابة الذي عندها تتحقق الإدارة و الرقابة و اتخاذ القرارات أم لا ميدانيا من طرف المستثمر الأجنبي، إلا أنه تم الاتفاق من طرف الهيئات الاقتصادية العالمية على معيار 10% من ملكية رأس المال كمعيار على القدرة على التأثير في القرار، وبذلك امتلاك القدرة على الإشراف والمتابعة، لذلك يعتبر امتلاك اقل من 10% من أسهم شركة خارج بلد الإقامة من قبيل الاستثمار المحفظي، في حين أن امتلاك حصة أكبر من 10% يشكل استثمار أجنبيا مباشرا.

بالإضافة لذلك هناك مجموعة من الخصائص التي تميز كل شكل من الشكلين الرئيسيين للحركة الدولية

لرؤوس الأموال نوجزها في الجدول التالي:

¹ زغبة طلال، الأشكال الجديدة لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير القائم على المساهمة في رأس المال وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول النامية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 2014/11، ص 173.

² فارس فضيل، المرجع السابق، ص 41.

الجدول رقم (1-2): مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المحفظي

الصفات	الاستثمار الأجنبي المباشر	الاستثمار الأجنبي المحفظي
السيطرة	مباشرة	غير مباشرة
الملكية	10% حدا أدنى	أقل من 10%
تركيبية الموجودات	مالية وغير مالية	مالية فقط
الهدف	الوصول إلى الأسواق والموارد	تحقيق أعلى الأرباح
طبيعة النشاط	إنتاجي يرافقه نقل للتكنولوجيا والخبرات الإدارية والتسويقية والتنظيمية	استثمار في الأوراق المالية فقط
الثبات	لا يتجزأ وأكثر تكتلا	يتسم بالتغيير وأقل تكتلا ويمكن تجزئته
المدى الزمني	استثمار طويل الأجل	استثمار قصير الأجل غالبا
الاستقرار	تقلبات أقل نسبيا	تقلبات أكبر
قنوات الحركة	الشركات المتعددة الجنسيات	الأفراد ووسطاء السوق عبر سوق الأوراق المالية
الانتشار والتفضيل	أكثر انتشارا وأحتل أسبقية على المحفظي	منتشر ولكن بشكل أقل

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 781.

المطلب الثاني: نظرية محفظة الأوراق المالية الدولية ومحددات الاستثمار المحفظي.

لقد تعرضت نظرية محفظة الأوراق المالية لتفسير السلوك الاستثماري على وجه العموم، كما أنها مفيدة في تفسير الاستثمار في محفظة الأوراق المالية كجزء أساسي من التحركات الدولية لرأس المال¹، فالمحفظة الاستثمارية والتي هي سلة من الأوراق المالية يتم اختيار تركيبها من طرف المستثمر سواء كان فرد أو شركة، بناء على تحليل العائد والخطر تحت قيد رأس المال المخصص للاستثمار، ويعتمد مديرو محفظة الأوراق المالية فكرة التنوع لمازكوتز، وفي ظل تحرير حركة رؤوس الأموال بين الدول أصبحت الأوراق المالية المتداولة في مختلف أسواق المال العالمية متاحة للاستثمار فيها، فتعتمد إدارة المحفظة على التنوع القطاعي والتنوع من حيث الزمن (أوراق قصيرة أجل، وأخرى متوسطة وطويلة الأجل)، والتنوع الدولي كذلك، ويعتمد اختيار الأوراق المالية الأجنبية على المفاضلة بين العائد والخطر شأنه شأن الاستثمار في الأوراق المالية المحلية، إلا أن مصادر العائد والخطر في الأسواق الأجنبية

¹ جون هيدسون، المرجع السابق، ص 341.

تختلف، فهناك مجموعة من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تحدد العائد والخطر من الاستثمار الدولي في محفظة الأوراق المالية.

أولاً - مصادر العائد من الاستثمار الأجنبي المحفطي:

يعرف العائد على أنه النسبة المئوية لما يدره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو إلا المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل، في حين أن العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضا القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه¹.

العائد هو مقدار الإضافة أو الزيادة في الثروة نتيجة الاستثمار المالي، يتم قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية بأساليب أكثر تعقيدا من تلك المتبعة في قياس معدل العائد على الاستثمار المحقق في المحافظ المحلية، وذلك لأن قياس معدل العائد على المحافظ الدولية يتطلب الأخذ بعين الاعتبار عنصران أساسيان يمكن إهمالهما في قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ المحلية هما: أسعار صرف العملات الأجنبية ومعدلات التضخم في البلدان الأجنبية².

إن معدل العائد المتوقع من الاستثمار الأجنبي المحفطي يتكون من ثلاثة أجزاء رئيسية هي: إيرادات الفوائد (معدل الفائدة على الأصل المالي)، الإيراد الرأسمالي المتوقع نتيجة ارتفاع السعر السوقي للأصل، الكسب الرأسمالي المتوقع نتيجة التغير في سعر الصرف³.

1- اختلاف معدل الفائدة: يرتبط التعامل بالأوراق المالية بمدى الرغبة بالاحتفاظ بالورقة المالية وهذا أمر يتوقف على العائد الذي من الممكن أن تدره هذه الورقة، ولهذا فإن عملية إدارة المحافظ المالية تقوم على متابعة تطوير العائد الذي تحققه أوراق المحفظة ومقارنته بالعائد السائد في السوق، كما تقوم على متابعة الأوراق المالية الجديدة المتداولة في السوق الأولية وعوائدها، لأن هذا الأمر يؤثر على قرار الاحتفاظ أو التخلي عن الأوراق القديمة، كما تتأثر إدارة المحافظ المالية بمدى التقلب الذي من الممكن أن يحدث لسعر الفائدة سواء تعلق الأمر بالمجال الطويل أو القصير، وعادة ما تمر أسعار الفائدة بتقلبات أكثر حدة في الأجل القصير، وذلك لخضوعه لتأثيرات المتغيرات

¹ Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers: Gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris 1998, P81.

² محمد ماطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن 2005، ص195.

³ جون هيدسون، المرجع السابق، ص343.

الظرفية قصيرة الأجل وهي كثيرة ومتنوعة، في حين يعتبر الأجل الطويل أقل عرضة لتقلبات سعر الفائدة، وذلك لأنه مرتبط بالتغيرات الهيكلية وهي بطيئة وقليلة.

2- سعر الورقة المالية ذاتها: أي القيمة السوقية للورقة، حيث تتحدد انطلاقاً من تقلبات العائد ومقارنته بالعائد السائد في السوق، وكلما كان سعر الورقة المالية في السوق في تزايد تراكمي كلما زاد الاحتفاظ بها، وذلك لأن الزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحقق من ربح رأسمالي.

3- تغير سعر الصرف: يمكن أن يكون التغير في سعر صرف عملة الورقة المستثمر فيها مصدر كسب أو خسارة لحامل تلك الورقة، فإذا ارتفع سعر صرف فيمكن تحقيق كسب إضافي ناتج عن فرق بين سعر صرف الشراء وسعر صرف البيع، على اعتبار أن المستثمر يقوم بتحويل عملته المحلية إلى عملة أجنبية عند الشراء والعكس عند البيع.

4- عوامل أخرى: هناك بعض العوامل الأخرى التي قد تكون مصدر كسب عائد إضافي من الاستثمار الأجنبي المحفزي:

أ- نسبة الأرباح المحتجزة: ويتوقع أن تختلف من دولة لأخرى، نتيجة لتباين الفرص الاستثمارية المتاحة، ومدى توفر مصادر تمويل خارجية أي مدى إمكانية إصدار أسهم وسندات، كما أن اختلاف النظم الضريبية قد يكون مصدر لاختلاف نسبة الأرباح المحتجزة بين الدول، فيتوقع أن تزداد نسبة الأرباح المحتجزة، إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من معدل الضريبة على التوزيعات، كما هو الحال في بريطانيا والولايات المتحدة¹.

ب- هامش صافي الربح: والذي يتأثر بتكلفة العمالة، والتضخم، وظروف الاستيراد والتصدير، معدل الضريبة على أرباح الشركات، وهذه العوامل كلها تختلف من دولة إلى أخرى في غالب الأحيان وبذلك تكون مصدر لاختلاف معدلات العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بين الدول، وبالتالي محفز للحركة الدولية لرؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

¹ منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، مصر 2011، ص 314.

ثانيا - مصادر الخطر في الاستثمار الأجنبي المحفظي:

حسب قاموس ويبستر (Webster) فإن الخطر هو إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة¹، ويشير مصطلح الخطر إلى عدم التأكد بشأن الانتظام في الحصول على عائد استثمار معين، وعدم التأكد كذلك من مدى كفاية عوائد الاستثمار لتغطية قيمة الاستثمار المبدئي²، ويوجه الاستثمار في سوق الأوراق المالية نوعين من الخطر: الخطر النظامي والخطر غير النظامي.

المخاطر النظامية وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير القابلة للتنوع و المخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة النظامية بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية كالكساد أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق التنوع الدولي، من خلال الاستثمار في أسواق عالمية أي اقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق المالية الدولية.

أما المخاطر غير النظامية فهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة. ويمكن للمستثمر التقليل من المخاطر غير النظامية بتنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنوعا قطاعيا، أو تنوعا في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الاستثمار في أنواع مختلفة من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنوع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

ينتج الخطر من الاستثمار الأجنبي المحفظي من نفس مصادر الخطر للاستثمار المحلي في محفظة الأوراق المالية وهي (تقلبات أسعار الفائدة، التضخم، الرفع المالي، الرفع التشغيلي، خطر الإدارة، ضعف السيولة)، بالإضافة إلى مصادر أخرى للخطر خاصة بالاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وهي:

¹ Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille analyse quantitative de rentabilité et des risques, Pearson éducation, Paris 2004, p12.

² عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر 2010، ص100.

1- مخاطر سعر الصرف: ينتج هذا من عدم التأكد بشأن سعر صرف العملة الأجنبية، فالمستثمر مجبر على تحويل العملة في كل عملية بيع أو شراء، فانخفاض سعر صرف العملة الأجنبية (عملة الدولة التي يتعامل المستثمر في أسواقها) يترتب عنه فقدان جزء من الأرباح إذا ما حولت للعملة المحلية، بل قد تتحول إلى خسائر¹.

2- مخاطر نقص المعلومات: عن الشركات المتداول أسهما في الأسواق الأجنبية، وفي نفس الوقت ارتفاع عمولات السمسرة.

3- المخاطر السياسية: وهو ذلك الخطر الذي ينتج عن قيام الحكومة الأجنبية ونتيجة لظروف معينة باتخاذ إجراءات غير معروفة سلفاً، قد تؤدي إلى تراجع أرباح المستثمر أو حتى تجميد أمواله.

المبحث الثالث: القروض والمساعدات الدولية.

شكلت القروض الخارجية في مرحلة تاريخية معينة مصدراً مهماً للتمويل الدولي، فبعد الحرب العالمية الثانية شكلت القروض الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة للمنح والمساعدات باتجاه أوروبا خاصة في تلك الفترة أهم أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، واستمرت بعد ذلك خاصة في فترة الحرب الباردة من الولايات المتحدة والدول الأوروبية والاتحاد السوفياتي آنذاك باتجاه دول مختلفة من العالم، وبالرغم من تطور أشكال التمويل الدولية البديلة كالاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، إلا أن حركة القروض الدولية لا تزال تتحرك بأحجام هائلة بين الدول، كما تشكل المنح والمساعدات الدولية أهم مصدر تمويل بالنسبة للعديد من الدول الفقيرة.

المطلب الأول: القروض الدولية.

عارض الفكر الاقتصادي الكلاسيكي لجوء الدولة إلى القروض، انطلاقاً من إيمانهم الشديد بضرورة عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية إلا في أضيق الحدود، وذلك لاعتقادهم بوجود قوى تلقائية تعمل على تحقيق التوازن الاقتصادي وتدخل الدولة بالاعتراض يخل بهذا التوازن، فقد عكست المدرسة الكلاسيكية أفكار آدم سميث، إلا أن الفكر الاقتصادي الحديث اعتبر القروض الأجنبية أداة كبقية أدوات التمويل المكونة لموازنة الدولة.

¹ منير إبراهيم هندی، المرجع السابق، ص423.

شكلت القروض الدولية النصيب الأكبر من التدفقات الدولية لرؤوس الأموال ومثلت المصدر الأول للتمويل الدولي للدول النامية، هذا إلى غاية تسعينات القرن الماضي التي عرفت بروز ظاهرة الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر تمويل دولي هام وبديل للقروض الدولية.

أولاً - مفهوم القروض الدولية:

كانت الدول الأوروبية وأبرزها بريطانيا وفرنسا وإسبانيا هي المصدر الأساسي للقروض الخارجية إلى غاية الحرب العالمية الثانية، ثم ظهرت الولايات المتحدة الأمريكية وأصبحت المصدر الرئيسي للقروض الخارجية ومولت العديد من الدول الأوروبية، والعديد من الدول النامية فيما بعد ذلك، ويتم التمويل الدولي بالقروض الخارجية من خلال العقود الثنائية أو عن طريق المؤسسات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمؤسسات التمويلية التابعة لهما.

تقر الأدبيات الاقتصادية أن الحاجة للقروض الخارجية تنجم عن فجوة الاستثمار والادخار وفجوة العملات الأجنبية، وتنشأ فجوة الاستثمار والادخار عن عدم تمكن المدخرات الوطنية من تغطية الاستثمارات الإنمائية الضرورية لدفع عجلة التنمية الشاملة في الدول النامية نتيجة لانخفاض الدخل من جهة وتدني الميل الحدي للادخار حيث يتوجه معظم الدخل إلى الاستهلاك بدلا من الاستثمار من جهة أخرى.

أما فجوة العملات الأجنبية فتظهر من خلال ضآلة عائدات التصدير من العملات الصعبة وعدم تمكنها من تغطية المستوردات من السلع والخدمات الأمر الذي يؤدي إلى العجز التجاري، وبالتالي العجز في ميزان المدفوعات بصورة عامة، وتنعكس فجوة الموارد المحلية أيضا من خلال العجز المالي المزمّن في الموازنات العامة لمعظم الدول النامية، ولذلك تحاول هذه الدول تسيير فجوة الموارد المحلية التي تمثلها فجوة الادخار وفجوة العملات الأجنبية والعجز المالي المزمّن عن طريق اللجوء إلى المساعدات بدون مقابل من الدول المتقدمة والاقتراض الخارجي لتتمكن من تغطية المتطلبات الإنمائية والاستهلاكية الضرورية والرفع من معدلات النمو وزيادة الدخل الوطني والرفاه الاقتصادي والاجتماعي¹.

¹ محمد عميرة، أبعاد المديونية الخارجية للأردن، ندوة المديونية في الوطن العربي، معهد التخطيط القومي، مصر 1992، ص 92.

الفرضية العامة التي تبنى عليها مسألة الاقتراض الخارجي هي أن القروض الخارجية تعمل جنباً إلى جنب مع الموارد المحلية لدفع عملية التنمية من خلال ما تولده من دخل وتراكم رأسمالي يكون أكبر قيمة من الدين الخارجي وأعباء خدمة الدين، مما قد يؤدي إلى تحقيق النمو واستمراره¹.

1- تعريف القروض الخارجية: تتداول العديد من المصطلحات في نفس المضمون وهي: القروض الدولية، القروض الخارجية، الدين الخارجي.

القروض الخارجية هي عبارة عن اتفاق بين الحكومة أو إحدى مؤسساتها مع مصدر خارجي للحصول على موارد مالية أو حقيقية مع الالتزام بإعادة تسديد تلك الموارد والمبالغ المستحقة عليها (فوائد) خلال فترات زمنية قادمة يتفق عليها عند عقد القرض²، وقد يكون المصدر الخارجي منظمة أو حكومة أو بنك.

خضع تعريف القروض الخارجية إلى تعديلات من حيث المضمون وذلك مع صعوبات التقدير الكمي لهذه القروض خاصة مع تطور الأشكال الأخرى للحركة الدولية لرؤوس الأموال وتداخل مضامين هذه الأشكال، ففي سنة 1984 تكونت مجموعة عمل تضم كل من الصندوق النقد الدولي، والبنك العالمي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، وبنك التسويات الدولية، قامت بوضع تعريف موحد في تقريرها السنوي وهو إن إجمالي الديون الخارجية في تاريخ معين يكون مساوياً إلى مبلغ الالتزامات التعاقدية الجارية التي تؤدي إلى تسديدات مقيمي بلد ما، تجاه غير المقيمين به، ويشمل حتمية تسديد أصل الدين مرفقاً بالفوائد أو من دونها، أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد مبلغ الأصل³.

إلا أن هذا التعريف الواسع للديون الخارجية يتضمن الالتزامات المالية الخارجية للدولة والتي تشمل ديون الحكومة، ديون البنك المركزي وديون المؤسسات العامة والخاصة المضمونة وغير المضمونة من طرف الحكومة، وتشمل كذلك العمليات المالية الأخرى للأعوان الاقتصاديين مثل الاستثمار المباشر⁴.

¹ محمد بوسنينة، الأفاق المستقبلية للمديونية الخارجية وأثارها على النمو الاقتصادي في الوطن العربي، ندوة المديونية في الوطن العربي، معهد التخطيط القومي، مصر 1992، ص 179.

² عرفات تقي الحسني، المرجع السابق، ص 29.

³ فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المعينة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر 2006، ص 27.

⁴ العباس بلقاسم، إدارة الديون الخارجية، سلسلة جسر التنمية، العدد 30، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004، ص 05.

تم ضبط تعريف القروض الخارجية من طرف البنك الدولي من خلال تحديد مكونات الدين الخارجي المستخدمة في إعداد إحصائيات الدول الخاصة بهذا المتغير، أي إجمالي الدين الخارجي وهو: "مبلغ الديون المستحقة لغير المقيمين والقابلة للسداد بالعملة الصعبة أو من خلال سلع وخدمات، ويتضمن مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص طويل الأجل غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والدين قصير الأجل. حيث يشمل الدين قصير الأجل كافة الديون التي يبلغ أجل استحقاقها الأصلي عاماً واحداً أو أقل، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل".¹

تختلف القروض الخارجية عن الاستثمار الأجنبي المباشر في أن ملكية الأصول الإنتاجية التي مول إنشاؤها هذه القروض تصبح ملكية وطنية وليست أجنبية ولا يترتب على هذا النوع من التمويل الأجنبي تكوين حقوق ملكية مباشرة للأجانب، غير أنه يترتب على عقد هذه القروض أعباء معينة يتحملها البلد المدين، عبارة عن مدفوعات دورية محددة مسبقاً، يحصل عليها الدائنون وهي مدفوعات الفائدة على القرض.

تتفاوت القروض الخارجية في تكلفتها وأعبائها على المتلقية، فنجد القروض الصعبة التي تتميز بارتفاع سعر فائدتها و قصر مدتها، أما القروض السهلة التي تتميز بانخفاض سعر فائدتها و بطول مدتها.

إن ولاء الدولة بالتزاماتها اتجاه هذا التمويل تتطلب وجود فائض في الميزان التجاري، وهذا يعني وجود رصيد كاف ومتجدد من النقد الأجنبي يسمح للدولة بتسديد ما يستحق عليها من التزامات تجاه أصحاب الموارد الأجنبية.²

ثانياً - أشكال القروض الخارجية:

تصنف القروض الخارجية إلى أشكال مختلفة حسب عدة معايير:

1- أشكال القروض الخارجية حسب آجالها:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من القروض الخارجية:

¹ الموقع الإلكتروني للبنك الدولي: <http://www.data.albankaldawli.org/indicator> 2015/12/14

² بن الطاهر حسين، دراسة وتحليل مديونية العالم الثالث دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر 2008، ص33.

أ- قروض طويلة الأجل: وهي القروض التي تسدد على فترات طويلة الأمد تزيد في العادة عن عشر سنوات، قد تسبقها فترة سماح لعدة سنوات، وعادة تتم وفق شروط ميسرة وتقدمها جهات متخصصة في هذا المجال مثل البنك الدولي.

ب- القروض متوسطة الأجل: وهي التي تسدد خلال فترة زمنية تتراوح ما بين ثلاثة وسبعة سنوات وهي تتناسب مع المشاريع التي تستغرق سنوات محدودة لتنفيذها وتشغيلها، وترتبط عادة بمشروعات الخطط الاقتصادية متوسطة الأجل وتقدمها مؤسسات مالية متخصصة مثل البنوك العقارية في مجال الإسكان، البنوك الزراعية في مجال الإصلاح الزراعي، وبنوك التنمية الصناعية في مجال الصناعة.

ج- القروض قصيرة الأجل: تتراوح مدتها بين عدة أشهر وسنة واحدة وقد تصل لسنتين وتتصف بأنها قروض تجارية تقدمها البنوك لغرض تمويل عمليات التجارة الخارجية، أو لمواجهة عجز مؤقت في موازنات الدول.

2- أشكال القروض الخارجية حسب شروطها:

نميز بين شكلين:

أ- القروض الميسرة: وتتصف بطول فترة الاستحقاق ووجود فترة السماح وانخفاض معدلات الفائدة، مثل ما قامت به الهيئة الدولية للتنمية بعقد قروض تسدد في حدود خمسين سنة بفترة سداد قدرها عشر سنوات تبدأ الدولة المقترضة السداد في السنة الحادية عشر بدفع 1% من أصل القرض سنويا لمدة 10 سنوات ثم 3% من أصل القرض سنويا ابتداء من السنة الحادية عشر و لمدة 30 عاما الباقية و تتحمل الدولة المقترضة فوائد بقيمة 0.75% فقط و هذا لتغطية المصاريف الإدارية¹.

ب- قروض صعبة: تتميز بقصر فترتي الاستحقاق و السماح و ارتفاع معدلات الفائدة أي تمنح بشروط تجارية، وهي في العادة القروض المبرمة مع جهات خاصة مثل التسهيلات المصرفية وتسهيلات الموردين.

3- أشكال القروض حسب مصادرها: تشمل القروض الرسمية المقدمة من طرف حكومات ووكالات رسمية والقروض الخاصة التي تقدمها مصادر خاصة أو غير رسمية.

أ- القروض الرسمية: وتأخذ شكلين رئيسيين هما:

¹ يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، مصر 2004، ص 10.

- القروض الثنائية: يتم التعاقد عليها بين البلد الراغب بالاقتراض و حكومة القطر المانح للقرض بشكل رسمي من خلال اتفاقيات و مفاوضات بين الحكومتين و عادة ما تتدخل الاعتبارات السياسية في تقديمها، ويتم تقديم القروض الحكومية الثنائية بإحدى الصور التالية:¹

- قروض متعددة الأطراف: تشمل القروض و الاعتمادات التي تقدمها المنظمات و الهيئات الدولية و الإقليمية، تشكل المنظمات المالية الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمنظمات الإقليمية مثل: مؤسسة التمويل الدولية، هيئة التنمية الدولية، الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي الاجتماعي، البنك الإسلامي للتنمية، صندوق التنمية الأوروبي، البنك الأوروبي للاستثمار، البنك الإفريقي للتنمية، المصرف العربي للتنمية الاقتصادية في إفريقيا، صندوق النقد العربي، وغيرها تمثل أهم مصادر التمويل متعدد الأطراف.²

ب- **القروض الخاصة:** يتم التعاقد عليها بين البلد الراغب بالاقتراض ومؤسسات خاصة، وقد تكون هذه القروض مضمونة السداد بوساطة المؤسسات العامة كالحكومات و المؤسسات الرسمية، أو قد تكون القروض الخاصة غير مضمونة، وتأخذ شكلين رئيسيين هما:³

- قروض المصدرين: قروض تقدمها الشركات و كبار المصدرين لتوريد السلع و الخدمات إلى الأقطار المدينة بشرط أن تكون مضمونة من طرف الحكومات، و تتحدد أسعار الفائدة من خلال أسعار الفائدة في الأسواق المالية العائدة للبلد المانح.

- قروض البنوك التجارية: وهي تسهيلات مصرفية توفرها البنوك التجارية الأجنبية الخاصة لتمويل العجز المؤقت في حصيللة النقد الأجنبي في الدولة المقترضة، و تتميز بقصر آجالها و تتحدد أسعار الفائدة من خلال أسعار الفائدة السائدة في البلد المانح كما تعتمد على أسعار الفائدة في الأسواق الدولية ذات الإقراض قصير الأجل، فهي عادة ما تكون مرتفعة.

¹ هشام حنضل عبد الباقي، تقدير حجم المعونة الأمثل للاقتصاد البحريني، بحوث اقتصادية عربية، العدد 40، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2007، ص15.

² ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن 2004، ص 41.

³ عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص72.

المطلب الثاني: المساعدات والمنح الدولية.

تناولت الكثير من الدراسات موضوع المساعدات والمنح الدولية من جانب أبعادها السياسية والإنسانية ومدى فعاليتها في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول المتلقية، ويبقى استكشاف أهميتها كأحد مصادر التمويل الخارجي محدود نوعاً ما، نظراً لتواضع مساهمتها في الحركة الدولية لرؤوس الأموال مقارنة بالأشكال الأخرى كالأستثمار الأجنبي والقروض الدولية.

تعتبر المنح والمعونات الاقتصادية أحد أهم مصادر التمويل الأجنبية للدول الفقيرة، حيث تستخدم هذه المعونات للحد من الفقر وزيادة الدخل والاستهلاك، وتمويل البرامج الزراعية والتنمية الريفية وتزويد الدول النامية بالخدمات العامة الأساسية وتمويل الواردات المطلوبة في الأجل القصير، والمساعدة في عملية إصلاح السياسات، كما تساعد في عملية التنمية طويلة الأجل عن طريق تمويل البنية الأساسية والاستثمارات الرأسمالية وبناء المؤسسات¹.

أولاً - مفهوم المنح والمساعدات الدولية:

إن تعدد الهيئات والدول المانحة للمعونات الاقتصادية الخارجية، بالإضافة لتعدد مصادر نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بها، أثار صعوبة في تحديد مفهوم واضح للمنح والمعونة الاقتصادية وقياس حجمها وآثارها، وخاصة عندما تشمل المعونات الخارجية على معونات عسكرية أو سياسية لا تساهم في التنمية الاقتصادية، وبالتالي لم يقف الاقتصاديون على مفهوم محدد لها².

تستثني المعونات العسكرية تماماً في تحديد مفهوم المنح والمساعدات الدولية، بالرغم من أنه يمكن للمعونات العسكرية أن تكون مفيدة ومؤثرة في عملية التنمية في الدول المتلقية للمعونة، وذلك عندما تعتبر الأسلحة والمعدات الحربية من العوامل اللازمة لتوفير الأمن والاستقرار وتهيئة المناخ اللازم لدفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأنها توفر على ميزانية الدول التي تتلقاها النفقات اللازمة للتسليح للدفاع على النحو الذي يتيح لها توجيه مواردها بالكامل نحو الاستخدامات المنتجة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، حيث إنها

¹ زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الأجنبية في التطوير التنظيمي، النهضة، المجلد 13، العدد 2، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر 2012، ص 39.

² نفس المرجع، ص 41-42.

حلت محل موارد محلية كان من الممكن استخدامها في شراء الأسلحة، ولكن تم استخدامها في القطاعات الاقتصادية¹.

أعطت لجنة المساعدات الإنمائية* التابعة لهيئة الأمم المتحدة تعريفا دقيقا للمساعدات الدولية، حيث عرفتها بأنها التدفقات المالية والمساعدة التقنية والبضائع المقدمة من الحكومات الرسمية أو الهيئات الدولية والإقليمية إلى الدول النامية والتي تهدف إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية كهدف رئيسي لها، وتكون تلك المساعدات على شكل منح أو قروض مدعومة، وفي حالة القرض فإنه يجب أن يكون ما لا يقل عن 25% من قيمة القرض عبارة عن منحة، ولا تقتصر المساعدات الخارجية فقط على المساعدات الإنسانية المقدمة في حالة الكوارث والتدفقات النقدية غير المستردة، بل تشمل أيضا تلك المساعدات المقدمة في إطار برامج التنمية السياسية والإنسانية وكذا الإعفاء من الديون، وهذا مع استثناء المنح أو المساعدات المقدمة لأهداف غير تنمية مثل المعونة العسكرية أو الأمنية.²

ثانيا: أشكال المساعدات والمنح الدولية

يمكن تصنيفها حسب العديد من المعايير:

1- حسب شروطها: نفرق بين المنح والقروض الميسرة.

أ- المنح: وهي تمويل مالي برأسمال أو سلع أو خدمات إلى بلد آخر لا يقابله التزام حالي أو مستقبلي بإجراء تحويل مماثل من البلد المتلقي للمنحة إلى البلد المانح.³

ب- القروض المتضمنة منحة: هذا النوع من المعونات تحكمه قواعد و شروط تختلف عن غيرها السائدة في الأسواق المالية الدولية من ناحية مدة السداد أو فترات السماح التي تكون أطول، وتكون مالا يقل عن 25% من قيمة هذه القروض عبارة عن منحة.

¹ زينب عباس زعزوع، المرجع السابق، ص 45.

* البلدان الأعضاء في لجنة المساعدات الإنمائية هي أستراليا، والنمسا وبلجيكا، وكندا، والدايمرك، وفنلندا، وفرنسا وألمانيا، واليونان، وأيرلندا، وإيطاليا، واليابان، وجمهورية كوريا، ولكسمبورغ، وهولندا، ونيوزيلندا، والنرويج، والبرتغال، وأسبانيا، والسويد، وسويسرا، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية، ومؤسسات الاتحاد الأوروبي.

² سالم رشدي سيد، إدارة التمويل الدولي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2015، ص ص 105-106.

³ فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2004، ص 238.

2- حسب مصدرها: وتصنف إلى مساعدات ثنائية ومساعدات متعددة الأطراف.

أ- المساعدات الثنائية: وتكون من دولة مانحة إلى دولة متلقية (الدول السائرة في طريق النمو غير النفطية عادة) في شكل اتفاقية ثنائية، تتضمن قروض ميسرة ومنح ومساعدات مالية وفنية، ويعاب على هذا النوع من المساعدات ارتباطها بالاعتبارات السياسية والعسكرية.

ب- المساعدات متعددة الأطراف: تتمثل في قيام مؤسسات متعددة الأطراف إقليمية وعالمية بتقديم مساعدات وقروض ميسرة للدول السائرة في طريق النمو، ومن أهم هذه المؤسسات المانحة البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، وترتبط المساعدات الثنائية بالاعتبارات الإنسانية أكثر، كما تتميز المؤسسات متعددة الأطراف بقدرة أكبر من الحكومات في تحليل البيئة الاستثمارية للدول المتلقية ومن ثم توجيه المساعدات، وتأخذ هذه المساعدات شكل مساعدات رأسمالية ومساعدات فنية.¹

3- حسب طبيعتها: هناك المعونات النقدية، معونات عينية (في شكل سلع)، هناك المعونات الفنية (في شكل خبرات وبرامج تدريب).

4- معونات مباشرة وغير مباشرة: تتمثل المعونات المباشرة في الصور العادية المنظورة من المنح و القروض الميسرة و التي تتمثل في التحويلات النقدية و العينية من الدول المانحة للدول المستفيدة، أما المعونات غير المباشرة فتتمثل في الصور غير التقليدية مثل منح التعريفات الجمركية التفضيلية و الإعفاءات التي تقدمها بعض الدول المتقدمة إلى صادرات بعض الدول النامية، الشيء الذي يسمح للدول النامية من تخفيض تكاليف منتجاتها في الدول المتقدمة و تحقيق هوامش ربح عالية.

¹ سالم رشدي سيد، المرجع السابق، ص ص 107-108.

خلاصة الفصل الثاني:

يعد الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المحفطي بالإضافة للقروض الدولية وبدرجة أقل المساعدات الدولية أهم أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، واختلفت الأهمية النسبية لكل نوع على فترات مختلفة. فلقد كانت القروض الدولية بالإضافة للمنح والمساعدات في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية إلى غاية نهاية الحرب الباردة بين الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد السوفياتي، أهم أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، قبل أن يتراجع دورها بزيادة أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، كمصدرين للتمويل الدولي بديلين للقروض الدولية.

تعددت التعاريف والنظريات المفسرة لظاهرة الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب التطورات التي عرفتها هذه الظاهرة، وكذلك بسبب تعارض المواقف من الاستثمار الأجنبي كظاهرة اقتصادية لها آثار إيجابية على المؤشرات الاقتصادية، أو كظاهرة سلبية لها أبعاد سياسية نتيجة لتعارض أهداف الشركات متعددة الجنسيات مع الدول المضيفة، وتمثل الصورة النمطية للاستثمار الأجنبي المباشر في قيام مستثمر بشراء أو مساهمة بنسبة تفوق 10% في شركة مقيمة في دولة أجنبية.

يختلف الاستثمار المحفطي الأجنبي عن الاستثمار الأجنبي المباشر في كون الاستثمار المحفطي لا يعطي لصاحبه القدرة على إدارة الشركة المستثمر فيها، ويتمثل الاستثمار المحفطي في شراء أصول مالية (أسهم وسندات) من سوق مالية أجنبية، على أن لا يتجاوز نسبة المساهمة 10% في الشركة المستثمر فيها (عدد الأسهم المملوكة للمستثمر الأجنبي لا تتجاوز 10% من رأس مال الشركة).

تختلف القروض الخارجية عن الاستثمار الأجنبي المباشر في أن ملكية الأصول الإنتاجية التي يمول إنشاؤها بهذه القروض تصبح ملكية وطنية وليست أجنبية ولا يترتب على هذا النوع من التمويل الأجنبي تكوين حقوق ملكية مباشرة للأجانب، وتتضمن القروض الخارجية مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل.

تتضمن التدفقات الدولية لرؤوس الأموال في شكل معونات دولية: التدفقات المالية والمساعدة التقنية والبضائع المقدمة من الحكومات أو الهيئات الدولية والإقليمية إلى الدول النامية والتي تهدف إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية كهدف رئيسي لها، وتكون تلك المساعدات على شكل منح أو قروض مدعومة، وفي حالة القرض فإنه يجب أن يكون ما لا يقل عن 25% من قيمة القرض عبارة عن منحة.

الفصل الثالث:

أثر الأزمة المالية العالمية 2008

على الحركة الدولية لرؤوس

الأموال

مقدمة الفصل الثالث:

تعكس التدفقات الدولية الهائلة لرؤوس الأموال الدرجة الكبيرة للانفتاح والترابط الاقتصادي بين مختلف مناطق العالم، ففي إطار العولمة المالية والاقتصادية تتدفق بلايين الدولارات متجاوزة الحدود الدولية في أشكال مختلفة يحركها بالدرجة الأولى البحث عن عوائد أكبر وتجنب المخاطر التي يمكن أن تلحق بها، هذا ما يستجيب للمنطق الاقتصادي بالتخصيص الأمثل لرؤوس الأموال، لكن الواقع يظهر العديد من المشكلات التي تسبب فيها الحركة الهائلة لرؤوس الأموال خاصة قصيرة الأجل، فقد تسبب الهروب الكبير والمفاجئ لرؤوس الأموال الساخنة في العديد من الأزمات المالية خاصة في الأسواق الناشئة.

أظهرت التجربة أن الأزمة المالية التي قد تصيب سوق ماليا في منطقة ما من العالم تنتقل أثارها إلى أقطار أخرى عبر عدة قنوات، كأزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997، وتعتبر قناة حركة رؤوس الأموال القناة الأهم لنقل عدوى الأزمات المالية، ويؤكد تحول أزمة الرهن العقاري سنة 2007 من أزمة قطاع واحد في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية، خطر انتقال العدوى بين مختلف المراكز المالية العالمية، في ظل التطور التكنولوجي في وسائل الاتصال والدفع وتحويل الأموال عبر الحدود.

أدت الأزمة المالية العالمية إلى اضطرابات كبيرة في الحركة الدولية لرؤوس الأموال، وقاومت البورصات والحكومات محاولات الهروب الجماعية لرؤوس الأموال، إلا أن ذلك لم يمنع من إعادة توزيع ولو بشكل بطيء لاتباع الحركة الدولية لرؤوس الأموال. سنحلل في ذلك من خلال هذا الفصل الذي نتناوله في ثلاث مباحث: المبحث الأول نتطرق إلى الأزمات المالية التي تعرضت لها العديد من المناطق في العالم، مع التركيز على الأزمة المالية العالمية سنة 2008 وتحليل أسبابها وانعكاساتها وكيفية معالجتها، والمبحث الثاني نتطرق فيه لأثر الأزمة المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر وتوزيعه على مختلف مناطق العالم، وفي المبحث الثالث نتناول فيه أثار الأزمة المالية على التدفقات الدولية للاستثمار المحفطي.

المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب والنتائج.

غرست بذور الأزمة العالمية خلال سنوات النمو المرتفع وأسعار الفائدة المنخفضة التي ولدت إفراطاً في التفاؤل والمخاطرة وتمخضت عن كثير من الإخفاقات في الانضباط السوقي والتنظيم المالي وسياسات الاقتصاد الكلي والإشراف العالمي، وخلال هذه الفترة حدث توسع هائل في النظام المالي منشأ أدوات مالية جديدة بدت وكأنها تحقق مكاسب أكبر مع تحمل قدر أقل من المخاطر، ومما شجع هذا الشعور شيوع الاعتقاد في صلاحية منهج "اللمسة الخفية" في التنظيم المالي الذي يقوم على افتراض أن الانضباط في الأسواق المالية من شأنه القضاء على السلوكيات المندفعة وأن الابتكار المالي سوف يعمل على توزيع المخاطر وليس تركيزها. وقد اتضح خطأ الافتراضين، وكانت النتيجة تراكم الاحتلالات الخارجية التي لا يمكن الاستمرار في تحملها؛ وظهور فقاعات ضخمة في أسعار الأصول في الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة، لاسيما في قطاع المساكن.¹ وفي ما يلي سوف نتطرق إلى مفهوم الأزمة المالية وأنواعها وأهم الأزمات المالية قبل سنة 2008 لمعرفة الأسباب والنتائج المترتبة عن هذه الأزمات وكيفية محاولة معالجتها.

المطلب الأول: الأزمات المالية.

عرف التاريخ الاقتصادي العديد من الأزمات المالية سواء كانت أزمات أسعار الصرف أو أزمات مصرفية، فيذكر التاريخ أن الولايات المتحدة شهدت أزمة أسعار الصرف في الفترة ما بين عام 1894 و 1896، كما وقعت في القرن العشرين أزمات مالية عديدة بين الحربين العالمية الأولى والثانية بالإضافة إلى أزمات الجنيه الاستيرليني والفرنك الفرنسي في الستينات، إلى جانب انهيار نظام بريتون وودز في السبعينيات وأزمة الديون الخارجية في الثمانينات، وأزمة المكسيك، وأزمة دول شرق آسيا في التسعينيات، لنتهي إلى الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في الولايات المتحدة عام 2008 وانتقلت إلى معظم دول العالم.

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009 مكافحة الأزمة العالمية، واشنطن 2009، ص 9، حمل من الموقع الإلكتروني: www.imf.org تاريخ التحميل: 2015/03/18.

أولاً - مفهوم الأزمة المالية:

ينصرف مفهوم الأزمة المالية إلى كونها اختلالاً عميقاً واضطراباً حاداً ومفاجئاً في بعض أو كل التوازنات الاقتصادية والمتغيرات المالية ك: (حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتماد الودائع المصرفية، و سعر الصرف) يتبعهما انخيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، ويمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى.

قد يفهم أن الأزمة المالية تمس فقط الأسواق المالية، لكنها تشمل كذلك الاضطرابات الحادة في إجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف وانخيار النظام النقدي والمالي بصفة عامة، وتتجلى الأزمة المالية في شكل انخيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد¹.

ثانياً - أنواع الأزمات الاقتصادية:

تتعدد أنواع الأزمات الاقتصادية و المالية وتختلف، إلا أنه يمكن تصنيفها على النحو التالي:

1- أزمات مديونية خارجية: و هي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية أو تسديدها²، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن عدم قدرة القطاع العام بالوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وبالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

2- أزمات مصرفية: تحدث الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع، فبما أن البنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه البنك أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان

¹ فريد كورتل، كمال رزق، الأزمة المالية مفهومها وأسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والأفاق المستقبلية- جامعة الإسراء، الأردن 28-29 أبريل 2009، ص3.

² أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، مصر 2001، ص 14.

وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع البنوك عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفاً من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب، وبالتالي تحدث أزمة في الإقراض¹.

3- أزمات عملة: يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربي عنيف، يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية.

4- أزمة انفجار فقائيع الأصول: تحدث هذه الأزمة عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعاً شديداً بسبب هجوم مضاربي عنيف، حيث يعتقد كل مضارب أنه بمعزل عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب، أو أنه يحقق مكاسب مالية ضخمة تؤمنه ضد مخاطر الانهيار، و لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار، و خير مثال عن ذلك أزمة الكساد العظيم في 1929 في الو.م.أ، و انهيار سوق الأوراق المالية في اليابان عام 1990.

المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية قبل سنة 2008.

هزت الأزمات المالية والاقتصادية في الكثير من المرات العديد من الاقتصاديات، والتي وإن اختلفت في أحجامها وخصائصها وأسبابها الظاهرية، إلا أنها تشترك في ظاهرة أساسية تتمثل في ظهور دين كبير يفوق طاقة الاقتصاد أو السوق، وتشابه أيضاً في النتائج التي تتبع ذلك، وهو ركود اقتصادي ينتج منه هبوط في حجم الإنتاج الإجمالي، ثم حدوث بطالة بمعدلات مرتفعة².

أولاً - أزمة الكساد الكبير 1929:

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت العلاقات النقدية و المالية الدولية استقراراً نسبياً، بفضل الإصلاحات و التعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009، ص 189 .

¹ أحمد يوسف الشحات، المرجع السابق، ص 15.

² أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تخفيف الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، 19-20 كانون الأول/ديسمبر 2009، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان 2009، ص 12.

السائدة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية 1929، و التي شملت مجالات الإنتاج، والتجارة و مختلف العلاقات النقدية و المالية.

عرفت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك ازدهار منذ عام 1924 واستمرت بالارتفاع على مدى خمس سنوات، إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 أكتوبر 1929، قبل أن تبدأ الأزمة بأهتار مريع في بورصة "وول ستريت" والذي وضع حدا للازدهار المصطنع الناجم عن المضاربة، ويرجع انهيار البورصات الأمريكية إلى الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل غير طبيعي ومبالغ فيه إلى حد كبير نتيجة للأسباب التالية:¹

- التصريحات المتفائلة والصادرة عن الصناعيين مثل المدير العام لشركة جنرال موتورز سنة 1928 ، وعن رجال السياسة "كوليدج" رئيس الولايات المتحدة وعن اقتصاديين مثل "ارفينج فيشر"؛
- وفرة الادخار وسهولة الاقتراض لشراء الأسهم؛
- إنشاء وتأثير الشركات الاستثمارية المتعددة والتي تكاثرت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1927-1929)؛

- تسامح السلطات النقدية الأمريكية وذلك لعدم رغبتها في الوقوف في وجه حركة الارتفاع عندما بدا واضحا أنها كانت تتجاوز المستوى العادي، وخاصة وأن قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي برفع معدل الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929 يعتبر متأخرا.

- المضاربة الوهمية حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبدا أرباح الشركات؛

- اتجهت الأسعار نحو الانخفاض في سبتمبر 1929 ، كما يدل على ذلك عدم انتظام التسعير في البورصة، وقد وجدت التصريحات المتشائمة للإحصائي "بانسون" ورجال الإعلام في جريدة "تايمز" فيما بعد صدى لدى المضاربين المنتبهين لأن يبيعوا عند أول بادرة للهبوط، كي يستعيدوا أموال الاقتراض ويحققوا الأرباح؛

- تجاهل السوق ما نشر بخصوص مؤشرات الإنتاج الصناعي المتواضعة؛

- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق، وعمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع الموقوف وطلبات حد الضمان.

¹ عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي 2000، ص ص 300-301.

ثانيا - أزمة أكتوبر 1987:

وتعرف كذلك بأزمة الاثنين الأسود، حيث تراجع مؤشر "داو جونز" الذي يعبر عن تقلبات أسعار 30 نوعا من أسهم الشركات الصناعية الكبرى في الولايات المتحدة بنسبة 21.6%، و هبطت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض و الطلب الناشئ من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، أصاب كافة الأسهم، فقد كان كبيرا لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة، أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة¹. وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك كانت الخسارة 800 بليون دولار، أي بنسبة 26% و لندن 22%، و في طوكيو 17%، وفي فرانكفورت 15%، وفي أمستردام 12%².

بدأت بوادر الأزمة بانخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي بداية من سنة 1985 نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بخفض أسعار الفائدة، وكان الهدف من وراء ذلك هو تحقيق ميزة تنافسية في الأسواق العالمية في محاولة لتخفيض العجز الميزان التجاري الأمريكي الذي بلغ 150 مليار دولار سنة 1986، وكذلك تخفيض العجز في الموازنة العامة والذي بلغ 20 مليار دولار سنة 1986³.

لقد أدى تخفيض أسعار الفائدة إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية ووصلت لأعلى مستوياتها قبل أكتوبر 1987، فبلغ مؤشر "داو جونز" في بورصة نيويورك حوالي 2722 نقطة أواخر شهر أوت 1987، وبلغ مؤشر "ستاندارد أندبوروز" حوالي 337 نقطة في نفس الفترة، وهذا يمثل أعلى مستوى يصل إليه المؤشرين منذ تاريخ استحداثهما، وكذلك الأمر بالنسبة للمؤشرات الأخرى في بقية الأسواق المالية الدولية⁴.

بدأت أسعار الأوراق المالية في التراجع بعدما لجأت الولايات المتحدة الأمريكية إلى رفع أسعار الفائدة في محاولة للمحافظة على قيمة سعر صرف الدولار المتدهورة، كان ذلك مع بداية خريف سنة 1987، قبل أن تنهار الأسعار تماما، صبيحة يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 ببورصة نيويورك، قبل أن تنتشر عدوى الأزمة إلى بقية الأسواق المالية الدولية.

¹ الهندي منير إبراهيم، الأسواق المالية و أسواق رأس المال، مكتبة دالتا للطباعة، مصر 1998، ص 583.

² الموسوي ضياء مجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1989، دار الهدى للطباعة و النشر، الجزائر 1990، ص 87.

³ عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005، ص 167.

⁴ العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر 2013، ص 93.

ثالثا - أزمة المكسيك 1994:

بدأت مقدمات الأزمة المكسيكية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين في أعقاب عقد كامل من ركود النشاط الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم التي شهدتها المكسيك خلال الفترة من منتصف السبعينات إلى منتصف الثمانينات من هذا القرن، وبعده لجأت الحكومة المكسيكية إلى وضع خطة لتحرير قطاع التجارة اعتباراً من عام 1985 بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ودعم اقتصاد السوق كما سعت إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار فيها، وساعدها على تحقيق ذلك عاملان أساسيان:¹

العامل الأول (داخلي): وهو قيامها بتخفيف القيود التي تحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها.

العامل الثاني (خارجي): وهو انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول المجاورة.

ونجحت هذه الخطة بالفعل في تخفيض معدلات التضخم، واستئناف النمو الاقتصادي، الذي بلغ متوسطه 3.1% سنوياً بين عامي 1989 و1994، واستقطبت المكسيك خلال 1990-1994 تدفقات هائلة لرؤوس الأموال الأجنبية قدرت بحوالي 102 مليار دولار وهو ما يمثل 13% من إجمالي تحركات رؤوس الأموال الخاصة نحو الدول السائرة في طريق النمو محتلة بذلك المرتبة الثانية بعد الصين²، وتراجع حجم المديونية الخارجية بعدما تمكنت المكسيك من إعادة جدولتها وتخفيضها في إطار مخطط "برادي".

لقد عمدت الحكومة المكسيكية إلى تثبيت سعر صرف عملتها البيزو مقابل الدولار الأمريكي ابتداءً من ديسمبر 1988، غير أن زيادة العجز التجاري الناجم عن ارتفاع الطلب المحلي كنتيجة طبيعية لزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، دفعها إلى التخلي عن سياسة تثبيت سعر الصرف وإتباع سياسة تخفيض منتظمة، وفي نوفمبر 1991 تم اعتماد نظام ربط جزئي لسعر صرف البيزو مقابل الدولار الأمريكي الذي يخلق هامش للتدخل المعلن من قبل السلطات يسمح بتذبذب سعر الصرف بالنسبة للدولار³.

ومع استمرار العجز في الميزان التجاري الذي وصل إلى حدود 8% من الناتج المحلي الإجمالي مع نهاية سنة 1994، وارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، زادت الضغوط على سعر صرف البيزو نحو الانخفاض.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر 2009، ص 31.

² Jacques Aada, La Mondialisation de l'économie, La Découverte, Paris 1998, P 39.

³ Mechèl Drouin, Le système financier International, Armand Colin, Paris 2001, P156.

وبالرغم من الوعود التي قدمتها المكسيك بالمحافظة على قيمة البيزو، إلا أن الاضطرابات السياسية التي صاحبت الانتخابات الرئاسية في أوت 1994، أربكت المستثمرين الأجانب خاصة بعد إعلان الحكومة الجديدة في المكسيك تعويم سعر صرف البيزو في 22 ديسمبر 1994، وقد أدى هذا القرار إلى انهيار سعر الصرف بنسبة 98.12% مقابل الدولار مصحوبا بهروب رؤوس الأموال الأجنبية، كما أنخفض احتياطي الصرف من 27 مليار دولار إلى 10 مليار دولار في أقل من ستة أشهر مع نهاية 1994، وهبطت أسعار الأسهم بنسبة 28.12% خلال الفترة من ديسمبر 1994 إلى مارس 1995، لتتحول أزمة سعر الصرف إلى أزمة سيولة في السوق المالي بمكسيكو، وأزمة عدم القدرة على الدفع وسداد التزاماتها الخارجية بالنسبة للحكومة المكسيكية¹.

نشير إلى عاملين أساسيين ساهما في تفاقم الأزمة المالية في المكسيك هما:

- إن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية تركز في استثمار المحافظة المالية، ففي الفترة من 1991 إلى 1993 كان ما يمثل 77% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المتجهة للمكسيك على شكل شراء أصول مالية، وامتلك الأعدان غير المقيمين ثلثي (75%) من سندات الخزينة المكسيكية²، وتعرف الأموال المستثمرة في شراء الأوراق المالية بالأموال الساخنة نظرا لحساسيتها الشديدة وسرعة استجابتها لتوقعات العائد والخطر المرتبطين بعوامل اقتصادية وغير اقتصادية متعددة، فهي بذلك تتبع سلوك القطيع في الدخول أو الخروج من الأسواق المالية مما يحدث اضطرابات حادة في هذه الأسواق في بعض الأحيان.

- إن تحرير القطاع المالي من القيود وخصخصة مؤسساته أدى إلى توسع البنوك في منح الائتمان من دون ضمانات كافية، في ظل نقص الرقابة والإشراف من البنك المركزي المكسيكي، ونقص الشفافية في الكشف عن المعلومات المالية خاصة وأن عملية الخصخصة كانت سريعة فنتج عنها عدم التدقيق في نوعية المساهمين في هذا القطاع.

¹ ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، عدد ماي 2004، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004، ص ص 10-14.

² J. Adaa, Ibid, P45.

رابعاً - الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا 1997:

لمدة ثلاثين عاماً بعد الحرب العالمية الثانية حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات نمو مرتفعة، وأطلق على دول كوريا الجنوبية، هونج كونج، سنغافورا، تايوان، ماليزيا، أندونيسيا، تايلاند لقب النمر الآسيوية، فقد نمت بمعدلات تتراوح ما بين 6% إلى 10% سنوياً، قبل أن تتحول إلى معدلات نمو سالبة بعد سنة 1997¹.

لقد أدت فترة الرواج الاقتصادي إلى دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول جنوب شرق آسيا بشكل معتبراً نسبياً لاسيما بعد وقوع الأزمة المكسيكية سنة 1994، ففي الفترة ما بين 1990 و 1994 بلغ متوسط التدفقات المالية الواردة إلى خمسة دول آسيوية أصابها الأزمة لاحقاً ما يقارب 19 مليار دولار سنوياً، لينتقل هذا المتوسط إلى 75 مليار دولار سنوياً بين عامي 1995 و 1996²، وعلى خلاف حالة المكسيك فإن دول جنوب شرق آسيا كانت تستقطب نسبة كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات مباشرة، ففي الفترة من 1991 إلى 1994 تلقت هذه المنطقة ما يمثل 61% من الاستثمارات المباشرة و 29% من استثمارات الحوافز المالية من إجمالي رؤوس الأموال المتدفقة نحو الدول السائرة في طريق النمو³، إلا أن تنامي العجز في الموازين الجارية لهذه الدول دفعها إلى الاعتماد أكثر على رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل لتمويل هذا العجز وكانت معظمها عبارة عن قروض قصيرة الأجل حصل عليها القطاع الخاص من الخارج واستعملت هذه القروض الخارجية في تمويل المستثمرين المحليين، وقد أفضت هذه العملية إلى بعض التطورات التي تعتبر من بين الأسباب الأساسية للأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا لاسيما تيلاندا، فقد كان قرار منح القرض للمستثمرين المحليين يعتمد على الرهن الذي يقدمه وليس على المداخل التي من المتوقع أن تحققها، وقد كانت الرهون المقدمة في الغالب عبارة عن عقارات، وأنجز على ذلك ارتفاع في أسعار العقارات والأصول المالية المرتبطة بها مشكلة ما يعرف بفقاعة المضاربة.

بدأت الأزمة من تيلاندا بعدما ارتفع العجز في ميزانها التجاري بشكل مطرد بداية العام 1997، وارتفعت الديون الخارجية مما جعل الكثير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي يتوقعون أن تنخفض قيمة "البات" عملة تيلاندا، وتزايدت عمليات بيع الأصول المالية وشراء الدولار من السوق المحلية

¹ مورد حاي كريانين، تر: محمد ابراهيم منصور، علي مسعود عطية، مدخل للاقتصاد الدولي، دار المريخ، الطبعة الثانية عشر، السعودية 2007، ص 414.

² Yves Crozet, Lahsen Abdemalki, Daniel Dufourt, René Sandretto, Les grandes questions de l'économie internationale, Edition Nathan, Paris 1997, p225.

³ Y Crozet, Ibid, p225.

وتحويله إلى الخارج، ولم تتوقف هذه الأوضاع في الحدود التايلندية ولكنها انتقلت بسرعة إلى باقي الدول الآسيوية في ثلاث مراحل أساسية:¹

- المرحلة الأولى: في بداية النصف الثاني من سنة 1997 كانت كل من تايلاندا وماليزيا واندونيسيا والفلبين في عمق الأزمة، حيث انحارت عملاتها وعانت بنوكها المحلية من ارتفاع خدمات الديون قصيرة الأجل المتعاقدة بالدولار الأمريكي، فبعد إعلان السلطات النقدية التايلندية تعويم سعر صرف البات في بداية جويلية 1997، بعد موجة من الضغوطات المضاربة استنزفت احتياطي الصرف لديها، وتلتها باقي الدول بتعويم عملاتها تحت نفس الظروف تقريبا.

- المرحلة الثانية: في أكتوبر 1997 امتدت الضغوطات إلى كل البلدان الآسيوية حيث تأثرت الأسواق المالية وأسواق الصرف هونغ كونغ وسنغافورا وتايوان وكوريا والصين، كما واجهت البنوك العديد من المصاعب.

- الرحلة الثالثة: مع نهاية 1997 عرفت الأزمة توسعا عالميا، ومست ما يعرف بأثر العدوى كل من روسيا وأمريكا اللاتينية، وتأثرت معظم الأسواق المالية في العالم ولو بدرجات متفاوتة.

وعموما فإن العديد من المعطيات والعوامل تضافرت وكانت سببا في حدوث وتفاقم هذه الأزمة وهي:

- العجز في الحسابات الجارية لموازن مدفوعات دول شرق آسيا فالتدهور الحاد في أسعار صرف عملات هذه الدول كان مظهرا للأزمة وليس سببا لها، ويعود هذا الانهيار في العملات بالدرجة الأولى للعجز المتزايد في الميزان التجاري لهذه الدول، ويعود هذا العجز بدوره لعدة عوامل هي:

- تراجع الصادرات نتيجة انخفاض الطلب على المنتجات الإلكترونية سنة 1996، وتراجع القدرة التنافسية لصادرات دول جنوب شرق آسيا نتيجة ارتفاع سعر صرف عملتها المثبتة مقابل الدولار (ارتباط تام بالدولار) فارتفع سعر صرف الدولار سنة 1996 أدى بصفة آلية لارتفاع أسعار صرف عملات هذه الدول؛
- قيام الصين بتخفيض قيمة عملتها المحلية مما أكسبها ميزة تنافسية لصادراتها على حساب دول جنوب شرق آسيا؛

¹ نادية العقون، المرجع السابق، ص 106.

- تحول الطلب الأمريكي على المنتجات النسيجية لدول جنوب شرق آسيا نحو المنتجات المكسيكية بعد إمضاء اتفاقية "نافتا" (اتفاقية التجارة الحرة لشمال أمريكا) سنة 1994؛
- زيادة الواردات نتيجة نمو الطلب المحلي الناتج بدوره عن زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية.

- المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لدول جنوب شرق آسيا، وعندما وجدت الدول الآسيوية أن هذه المضاربات ستؤثر على قيمة العملة الوطنية، بدأت برفع أسعار الفائدة السائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات بهدف وقف التحويلات من العملات الوطنية إلى العملة الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فضلا عن تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج على تحويل دولاراتهم إلى العملات الوطنية، وعند رفع أسعار الفائدة بدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار بسوق الأوراق المالية إلى إيداع أموالهم بالبنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع، وكان معنى ذلك عرض كميات كبيرة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الوطنية وهذا العرض لم يقابله في نفس الوقت طلبات شراء لتلك الأوراق المالية، ونتيجة لزيادة المعروض بكميات كبيرة عن الطلب في هذه الأسواق انخفضت الأسعار بمستوى لم يحدث من قبل إذ تراوحت نسبة الانخفاض من 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في هذه الأسواق¹؛

- وجود بعض المشاكل التي أضعفت الجهاز المصرفي في بعض دول جنوب شرق آسيا وأولها ارتفاع مديونيات البنوك المحلية و المشتركة بالعملات الأجنبية إذ توسعت تلك البنوك في الاستدانة بالدولار في السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع وكذا لضخ السيولة في اقتصاديات آسيا الناشئة مما يعرضها إلى مخاطر كبيرة في حالة تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاند وماليزيا واندونيسيا؛

- أن سياسة الإقراض المصرفي في تلك البلدان اتسمت بارتفاع نسبة "قروض المجاملة" نتيجة الفساد السياسي مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون المشكوك فيها حيث بلغت هذه الأخيرة 20% من مجمل القروض الممنوحة بواسطة البنوك في تايلاند وحوالي 17% في اندونيسيا و 16% في كوريا الجنوبية و 16% في ماليزيا، وبلغت قيمة الديون المشكوك فيها 73 مليار دولار في كل من تايلاند و اندونيسيا وماليزيا والفلبين وسنغافورا وهو ما يعادل 13% من الناتج الداخلي لهذه الدول مجتمعة².

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر 2000، ص 283.

² Y Crozet, Ibid, P214.

المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008.

ظهرت بوادر الأزمة المالية بداية من شهر أوت 2007، عندما عجزت العائلات الأمريكية عن سداد أقساط القروض العقارية، التي بلغت قيمتها 2.5 تريليون دولار، بحيث قامت المؤسسات المالية بتقديم قروض بقيمة 11 تريليون إلى العائلات من أجل شراء المنازل، و 11 تريليون أخرى كقروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان¹، ويفضل تقنية توريق الديون قامت ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق لتستغل المبلغ المحصل عليه في تقديم قروض عقارية جديدة مرات عديدة، وزادت حدة هذه الأزمة خلال الربع الأخير من سنة 2008 بإعلان إفلاس مؤسسة "ليمان بروذرز" وتبعه إفلاس العديد من المؤسسات المالية والتأمينية في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى، فقد قدرت الخسائر الأولية في القروض والضمانات العقارية العالية المخاطر بحوالي 250 مليار دولار في الولايات المتحدة الأمريكية، قبل أن تتحول إلى خسارة فادحة في الاقتصاد العالمي تقدر بأكثر من 70 تريليون دولار².

أولاً - أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية 2007:

خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم حتى ثمانينات القرن الماضي، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدراً محدوداً من التنافس. وقد وضعت القواعد التنظيمية حدوداً قصوى لأسعار الفائدة وحدوداً للقروض العقارية وفترات السداد، وهو ما أسفر عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري، كما أن الأسر كانت تعاني صعوبة في الحصول على القروض العقارية³.

بدأ التحرير التدريجي لسوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بداية أوائل الثمانينات من القرن الماضي، شأنها شأن العديد من البلدان المتقدمة، وكان ذلك من خلال إلغاء القيود على أسعار الفائدة وإلغاء الحد الأقصى للإقراض وإلغاء القيود على الائتمان، ذلك ما أدى إلى فتح مجال المنافسة وظهور سوق ثانوي للرهن العقاري وسهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق الأسواق المالية، وتشجعت البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري، واقترن هذا التحول باستحداث أدوات جديدة مرتبطة بالقروض

¹ كمال رزيق، عبد السلام عقون، الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية وحلولها إسلامية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة، جامعة فرحات عباس سطيف، أكتوبر 2009، ص 02.

² عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 15.

³ صندوق النقد الدولي، الإسكان والدورة الاقتصادية، أفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن 2009، ص 104.

العقارية وسياسات إقراض أكثر مسايرة للتطورات، وأسهمت كل هذه التغيرات في سرعة نمو الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من الدول المتقدمة الأخرى¹.

رغم أن أزمة الرهن العقاري ظهرت بشكل واضح سنة 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية إلا أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000، حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1%، كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت، ثم أخذت قيمة العقارات ترتفع، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقاً لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك، وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوى الدخل المنخفضة وغير القادرين على السداد، والمسماة بالقروض "الردئية"، وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد². ومع بداية عام 2006 وحدثت حالة من التشبع التمويلي العقاري ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 25.5%، وأصبح الأفراد غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، وازداد الأمر سوءاً بانتهاء فترة أسعار الفائدة المثبتة المنخفضة للقروض، وازدادت حجز العقارات من طرف البنوك لتصل إلى حوالي 93%، وفقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات وأصبحوا مكبلين بالتزامات مالية كبيرة، ولم تتوقف الخسائر وحالات الإفلاس عند الأفراد والمؤسسات الناشطين في القطاع العقاري بل امتدت إلى أطراف أخرى من خلال:

- قيام البنوك وشركات التمويل العقاري بالاتفاق مع مشتري العقارات على التأمين على سداد القروض في شركات التأمين مقابل أقساط وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركة التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن توفير السيولة اللازمة لدفع التعويضات فدخلت دائرة التعثر والإفلاس.

- اتجاه البنوك المقدمة لهذه القروض لخصم الديون العقارية (تم ذلك من خلال تجميع القروض العقارية المتشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات المالية والعقارية الأخرى، لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين) وذلك في محاولة للحد من المخاطر المترتبة عليها.

¹ صندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص 105.

² الجوزي جميلة، أسباب الأزمة وجزورها، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>، تاريخ الإطلاع: 2014/03/23، ص7.

- قام المقترضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بعد تقويمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية والحصول على قروض من مؤسسات أخرى التي بدورها باعت هذه القروض إلى شركات الخصم (التوريق) التي أصدرت بموجبها سندات وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، فقد بلغت القيمة السوقية للأوراق المالية المعروفة بالتزامات الديون المضمونة بأصول حوالي 42.6 تريليون دولار، وهذا المبلغ يساوي كل الثروة التي تمتلكها الأسر الأمريكية، وأثر من ضعف القيمة الرأسمالية لأسواق البورصة الأمريكية (18.5 تريليون دولار) وحوالي عشرة أضعاف سوق السندات الحكومية الأمريكية (4.5 تريليون دولار).¹

- تم إصدار أدوات مالية (مشتقات) للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى ويتم تداولها منفصلة عن السندات، فبدلاً من أن يقوم البنك بمنح القرض العقاري والاحتفاظ به في حساباته، يتم تجميع هذه القروض فيما يشبه الحزمة، ليتم بيعها للمؤسسات الاستثمارية، بعد منحها تصنيفاً ائتمانياً عالياً من وكالات التصنيف الائتماني. لقد تطورت عمليات التوريق بسرعة فائقة، إذ بلغ حجم سوق الأوراق المالية المستندة إلى رهون على سبيل المثال في نهاية 2007 مستوى 10 تريليون دولار وهو ما يمثل حوالي 40% من سوق السندات، في المقابل لم يتعدى حجم السندات التي أصدرتها الشركات 5.8 تريليون دولار، وحجم السندات الخزنة 4.5 تريليون دولار.²

ثانياً - من أزمة قطاعية إلى أزمة عالمية:

تراكمت مظاهر الأزمة إلى أن بلغت ذروتها في سبتمبر 2008 بإعلان مؤسسة "ليمان برذر" إفلاسها، وقد توالى أحداث الأزمة على النحو التالي:³

- 2008/09/07 تم تأميم المؤسساتين الأمريكيتين "فاني ماي" و "فريديريك ماك" وهما من أعرق المؤسسات المالية في المجال العقاري في الولايات المتحدة.

¹ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 29.

² Patrick Artus, La crise des Subprimes, la Documentation Française, Paris 2008, p39.

³ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص ص 43-46.

* فقد "فاني ماي" وهي المؤسسة الوطنية الفيدرالية للتمويل العقاري أنشأت سنة 1938 قبل أن تحول إلى مؤسسة خاصة سنة 1968.

** "فريدي ماك" فهي المؤسسة الفيدرالية لقروض المنازل أنشأت سنة 1970 تخصص هي الأخرى في مجال تمويل وإدارة العقار.

- 2008/09/14 قام "بنك اوف أمريكا" بشراء المؤسسة المالية العريقة "ميريل لينش" بسبب الصعوبات المالية التي تواجهها هذه المؤسسة بمبلغ 50 مليار دولار، وبلغ عدد الوظائف التي تم خسارتها في هذه المؤسسة 5220 وظيفة.

- 2008/09/15 تم إعلان إفلاس مؤسسة "ليمان برذرز" بسبب تورط المؤسسة في المشتقات المالية للقروض العقارية، وقد أدى هذا الإعلان إلى انهيار البورصة بمقدار 30 %.

- 2008/09/16 تمت الموافقة على بيع البنك البريطاني "هاليفاكس بنك أوف سكوتلاند" مقابل العرض المقدم من طرف "بنك لويدز" كما تمت الموافقة على خطة إنقاذ للبنك بـ 21 مليار دولار.

- 2008/09/22 أعلن بنك "جولدمان ساكس" و "مورجان ستانلي" خطة لتحويلهما إلى مؤسسات مصرفية قابضة، وقيامهما بالأعمال المصرفية كافة.

- 2008/09/25 أنهار "بنك واشنطن ميوتشوال" بعد تدهور سعره وسحب ما قيمته 16.7 مليار دولار من الودائع، وقد تمت السيطرة عليه من مكتب الإشراف المالي، ووضع تحت سيطرة مؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية، فشكل هذا أكبر حادث إفلاس للبنوك في الولايات المتحدة، وقدرت قيمة الديون المدومة بحوالي 19 مليار دولار.

- 2008/09/28 قامت ثلاث حكومات أوروبية بتوفير الدعم المالي لمؤسسة المالية "فورتيز" ومقداره 16 مليار دولار.

- 2008/09/29 قامت الحكومة البريطانية بتملك مؤسسة التمويل العقاري "برادفورد وبنجلي"، بعد أن قام المودعون سحب وودائعهم، وبلغت قيمة صفقة التملك 32.5 مليار دولار.

- 2008/09/29 قامت مجموعة "سي تي قروب" بشراء مؤسسة "واتشوفيا" وهي تحتل المرتبة السادسة في ترتيب أكبر مؤسسات التمويل العقاري في الولايات المتحدة، بعد أن وافقت مؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية على تحمل خسائر هذه المؤسسة وتملك حصة بمقدار 12 مليار دولار.

- 2008/09/29 قامت الحكومة الآيسلندية بتملك ثالث أكبر بنك في آيسلندا وهو "بنك جليتز" بعد انهيار أسهمه، بسبب القلق بشأن السيولة، وكانت قيمة الصفقة 864 مليون دولار.

- 2008/09/29 واجهت مؤسسة "هيبو للعقارات" صعوبات مالية وتم خسارة ما مقداره 35 مليار دولار، ثم في 2008/10/05 قامت الحكومة الألمانية برفع الدعم إلى 68 مليار دولار.

- 2008/09/30 انهارت أسعار البنك الفرنسي البلجيكي "دكسيا" بنسبة 30% وقد قامت حكومات كل من فرنسا وبلجيكا ولكسمبورج بتقديم دعم له بمقدار 9.2 مليار دولار.

- 2008/10/7 قامت الحكومة الآيسلندية بتأميم ثاني أكبر بنك وهو "لانديبانكي".

2008/10/08 قامت الحكومة الآيسلندية بتأميم أكبر مصرف تجاري في الدولة وهو "كوبشج" بعد إهيار الثقة بالنظام المصرفي في آيسلند.

- 2008/10/19 قبل البنك الهولندي "ING" دعما من الحكومة بمقدار 10 مليار دولار.

ثالثا - انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري:

نظرا لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره من دول العالم الأخرى الأثر الواضح في تعدي أثار الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم في وقت قياسي لم يكن متوقعا، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في بورصة "وول ستريت" بأمريكا وهبوط المؤشر العام بنسبة 7.1%، حدث انتقال للعدوى، فقد انخفض المؤشر العام لبورصة "فرانكفورت" في ألمانيا بنسبة 8.8%، وفي باريس 5.4%، وفي لندن 7.5%، وفي مدريد 3.8% وفي طوكيو 5.1%، وشنغهاي 6%، وفي ساو باولو 9.8%، والرياض 9.4%، وبورصة دبي 3%، والقاهرة 4.3%¹.

ومن المعروف أن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطا عضويا بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70% على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر، نظرا لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص عما بحوزتها من أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي، أخذا في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء

¹ فريد راغب النجار، إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2010، ص 57.

كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.¹

وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أن هذا لم يؤدي إلى منع انتشار الظاهرة عالمياً، والتي عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وإندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، و كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي، وفي أوروبا وصف المحللون الماليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية، وقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريطاني وداكس الألماني وكاك40 الفرنسي وفوستي البريطاني وميبتل الإيطالي ومؤشر نيكاي الياباني.

ويظهر الجدول التالي حجم تأثير انتقال عدوى الأزمة المالية العالمية على أهم اقتصاديات العالم، و أكثر القطاعات تأثراً في هذه الاقتصاديات.

¹ حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم، منشورة على الموقع <http://iid-alraid.com>، تاريخ الاطلاع: 2013/07/14، ص 9.

الجدول رقم (3-1): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة سنة 2008 في أهم الاقتصاديات العالمية

الدولة	معدل الانخفاض	أكثر القطاعات تضررا
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك و العقارات و السيارات.
اليابان	46%	قطاع السيارات و الصادرات.
ألمانيا	41%	قطاع البنوك و السيارات، و الدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك و العقارات ، و أول دولة في العالم تواجه ركودا.
كندا	34%	العقارات و هي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة.
فرنسا	42%	قطاع البنوك و السيارات.
الصين	50%	النشاط الصناعي، و اضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات.
الهند	50%	النشاط الصناعي، تراجع معدلات النمو الاقتصادي إلى أقل من 7%.
إيطاليا	49%	قطاع الطيران.
المكسيك	33%	قطاع البترول.
روسيا	66%	قطاع البترول.
أندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب و تراجع معدلات النمو من 10% إلى 6% .
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير.
تركيا	53%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها.
السعودية	40%	قطاع البترول.
جنوب إفريقيا	36%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها.
أستراليا	42%	قطاع الزراعة.
البرازيل	44%	قطاعات المعادن و الاخشاب و السيارات.
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001.

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية،

مصر 2009، ص 75.

لقد كان لآلية التوريق الدور الكبير في عدوى انتشار أزمة الرهن العقاري، من خلال قيام البنوك الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة للسيولة، الشيء الذي أثار حالة تخافت عالمية لاقتنائها شملت بالإضافة لمستثمرين أمريكيين، الكثير من المستثمرين غير الأمريكيين، حيث تم اقتناء تلك الأصول من طرف البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين من مختلف أنحاء العالم، وهو السبب الجوهري الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدا عالميا.¹

كما تعتبر التجارة الدولية وهيمنة الدولار الأمريكي على تقويم سعر صرف العملات من بين القنوات التي ساهمت في انتشار أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة عالمية من خلال:

- باعتبار الدولار الأمريكي أكثر العملات تداولاً في العالم (يشكل 36% من إصدار السندات، 52% من فوترة التجارة العالمية، 65% من احتياطات الصرف في البنوك المركزية)، فإن تراجع قيمة الدولار بـ 15% من جويلية 2007 إلى ديسمبر 2008، أدى إلى تراجع حصة الدولار الأمريكي من احتياطات الصرف للبنوك المركزية من 71.2% سنة 2000 إلى 62.4% سنة 2008.² كما أدى هذا التراجع في خسارة نقدية في الاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أو خارجها خاصة في الدول التي تثبت عملتها في مقابل الدولار.

- تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد في العالم، وتساهم بنحو 14% من التجارة العالمية، لذلك فإن تراجع الواردات الأمريكية متأثرة بأزمة الرهن العقاري أثر على أسعار المواد الأولية، بالإضافة إلى أن الأثر كان واضحاً على اقتصاديات الدول ذات التوجه نحو التصدير كالألمانيا واليابان.

رابعا - نتائج وتكاليف الأزمة المالية العالمية:

تشمل نتائج الأزمة الخسائر التي تكبدتها أسواق المال العالمية، والديون المدومة التي تحملتها المصاريف التجارية، والخسائر التي تحملها الاقتصاد العالمي؛ جراء تحول معدلات النمو القوية والموجبة إلى معدلات سالبة، وتكاليف انخفاض حجم التجارة العالمية، وتكاليف ارتفاع معدلات البطالة على مستوى العالم، وتكاليف

¹ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، عمان الأردن ديسمبر 2010، ص 12.

² نادية العقون، المرجع السابق، ص 187.

صفقات الإنقاذ والدعم المالي الذي قدمته الحكومات، وتشير التقديرات أن الخسائر بلغت حوالي 74 تريليون دولار في حدود سنة 2010.¹

1- خسائر الأسواق المالية العالمية: تقدر مؤسسة "ماكينزي"* الخسائر في أسواق الأسهم العالمية بحوالي 28.8 تريليون دولار، خلال عام 2008 والنصف الأول من 2009، ويضاف إلى ذلك خسائر في قيمة الأصول المالية الأخرى بمقدار 16 تريليون دولار في عام 2008 فقط؛ إذ إن قيمة هذه الأصول انخفضت من 194 تريليون دولار في وقت الذروة سنة 2007 إلى 178 تريليوناً عام 2008.²

2- خسائر القطاع المصرفي: يعتبر القطاع المصرفي من أكثر القطاعات المتضررة بالأزمة، فقد بلغ عدد البنوك التي أشهرت إفلاسها 25 بنك سنة 2008 في الولايات المتحدة لوحدها،³ وأغلق 115 فرعاً للمصارف التجارية بين عامي 2007 و2008، تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب مؤسسات مالية ضخمة في أوروبا، حيث تم في البداية انهيار مصرف "نورثن روك" خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري والذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، كما أممت الحكومة البريطانية بنك "برافورد وبينغلي"، إضافة إلى بنك "إتش بي أو إس" رابع أكبر بنك في بريطانيا، أما خارج بريطانيا فقد ضربت الأزمة العديد من البنوك، من أمثلة بنك "جليتنيير" في آيسلندا، وبنك "هيوريل إيستيت" في ألمانيا، كما تم تأميم المجموعة المصرفية والتأمينية العملاقة "فورتيس" من قبل سلطات هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ، كما جمد "بنك بي إن بي باريس" وهو من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار.

3- تراجع النمو الاقتصادي: تراجعت معدلات النمو الاقتصادي في معظم الدول، فقد تراجع الناتج المحلي الإجمالي العالمي من 61.2 تريليون دولار عام 2008 إلى 57.9 تريليون دولار عام 2009، وانخفض معدل النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1.1% عام 2008 بعد أن كان 2% عام 2007، كما تقلص معدل النمو في منطقة اليورو من 2.7% في عام 2007 إلى 0.9% في عام 2008، وذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الولايات المتحدة، وخسائر أسواق الأوراق المالية الأوروبية التي تأثرت بانخفاض قيم أسواق

¹ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص47.

* ماكينزي هي شركة رائدة في مجال استشارات الأعمال، وتشتهر الشركة بالعديد من الأعمال الاستشارية والدراسات الأكاديمية المتميزة وتقدم الحلول الاستشارية للشركات والحكومات على السواء تأسست الشركة في 1926 ويعمل لديها ما يزيد على 9000 مستشار في كافة المجالات الإدارية. اشتهرت منذ العام 1996 باستقطاب أفضل خريجي درجات ماجستير إدارة الأعمال.

² نفس المرجع، ص48.

³ Banque de France, la crise financière, documents et débats, n°2, Paris février 2009, p50.

الأوراق المالية في الولايات المتحدة وفي الدول الآسيوية، كذلك تأثر الاقتصاد الياباني وسجل معدل نمو سالب قدر بحوالي -0.6% في سنة 2008، بعد أن كان موجبا في عام 2007، ويرجع السبب في جزء كبير من هذا التراجع إلى تأثر الاقتصاد الياباني بالأزمة المالية العالمية لاعتماده الكبير على الأسواق المالية العالمية في مجال التجارة والاستثمار¹، وشهدت دول وسط آسيا أكثر التراجعات في معدلات النمو الاقتصادي حدة - 14.4% تليها الدول الآسيوية حديثة التصنيع (هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، سنغافورة وتايوان) وبلغ معدل التراجع فيها - 10.9% ثم دول وسط أوروبا وشرقها - 10.4%.²

4- ارتفاع معدلات البطالة والتضخم وتفاقم عجز الموازنة: ارتفع معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية من 5.8% عام 2008 إلى 9.7% عام 2010، كما انتقل معدل البطالة في البلدان الأوربية من 6.1% عام 2008 إلى حوالي 10% عام 2010، ويعتبر القطاع المالي وقطاع صناعة السيارات الأكثر تعرضا لتسريح العمال.³

تفاقم عجز الميزانية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي وصل إلى ذروته في الربع الأول من سنة 2008 بما يعادل 2.9% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما ارتفع حجم المديونية إلى 32 تريليون دولار أمريكي منها حوالي 9.2 تريليون دولار ديون الأفراد المتعلقة بالقروض العقارية، ارتفعت معدلات التضخم التي تجاوزت 4.5%.

خامسا - مواجهة الأزمة:

بعد أن عجز الاقتصاد الأمريكي عن مواجهة الأزمة في مراحلها الأولى؛ من خلال دعم وتأميم المؤسسات المتعثرة، انتقلت الأزمة إلى القطاع الحقيقي في معظم اقتصاديات العالم خاصة في الدول الرأسمالية الكبرى، حيث تبنت خطط إنقاذ شاملة بشكل منفرد، كما تم تنسيق الجهود في محاولة للتقليل من آثار الأزمة والخروج من حالة الركود الاقتصادي، ومن الطبيعي أن تكون الولايات المتحدة الأمريكية هي السبابة في اتخاذ التدابير لمواجهة هذه الأزمة.

¹ خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، المرجع السابق، ص 14.

² عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 49.

³ نادية العقون، المرجع السابق، 192.

1 - خطة الإنقاذ الأمريكية: عرفت خطة الإنقاذ الأمريكية باسم "هنري بولسن" وزير الخزانة الأمريكية هي أكبر خطة إنقاذ في التاريخ من حيث الأهمية وحجم الأموال المخصصة للإنقاذ، وبعد أخذ ورد بين مجلس النواب، ومجلس الشيوخ تم اعتماد الخطة في 2008/10/3، وجوهر خطة الإنقاذ الأمريكية هو أن تشتري الدولة أصولا هالكة مرتبطة بالرهون العقارية بقيمة 700 مليار دولار.

أما أهم النقاط البارزة في خطة الإنقاذ الأمريكية فتمثلت في ما يلي:¹

- تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل، ويتم السماح للخزينة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في المرحلة الأولى، مع إمكانية زيادة هذا المبلغ ليصل إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس الأمريكي.
- يمتلك الكونغرس الأمريكي حق النقض الفيتو على عمليات شراء الأصول الهالكة التي تتجاوز المبالغ المحددة، وفي كل الأحوال لا يجوز أن يزيد السقف لعمليات الشراء عن 700 مليار دولار.
- تحصل الدولة على حصتها في رؤوس أموال وأرباح الشركات التي تستفيد من خطة الإنقاذ، وهذا معناه أن الدولة ستحصل على أرباح مجزية إذا تم تجاوز هذه الأزمة المالية وانتعشت الأسواق.
- تم تكليف وزير الخزانة الأمريكية بالعمل والتنسيق مع المصارف المركزية والسلطات في الدول الأخرى من أجل وضع خطط إنقاذ من الأزمة المالية العالمية على نمط خطة الإنقاذ الأمريكية.
- أقرت الخطة رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار أمريكي إلى 250 ألف دولار أمريكي لمدة عام واحد.
- أقرت الخطة إعفاءات ضريبية بقيمة تصل إلى 100 مليار دولار للشركات وللطبقة الوسطى.
- نصت الخطة على إجراءات لحماية المالكين المهتدين بمصادرة عقاراتهم (بيوتهم)، علماً أنه كان من المقرر تنفيذ حوالي مليوني إجراء يتعلق بمصادرة العقارات (البيوت) في العام 2009.
- أكدت الخطة على منع دفع التعويضات الكبيرة جدا لصالح مديري الشركات والمسؤولين فيها والذين يتم تسريحهم أو يستقيلون من الشركات التي باعت أصولا لوزارة الخزانة الأمريكية.
- أكدت الخطة على ضرورة منع دفع التعويضات التي تشجع مديري ومسؤولي الشركات على مخاطر ومغامرات ومجازفات غير آمنة العواقب ولا جدوى منها.

¹ يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة، كلية الاقتصاد، ص ص 10-12، منشورة على الموقع:

<http://iefpedia.com>، تاريخ الاطلاع: 2013/09/07.

- حددت خطة الإنقاذ المكافآت المالية لمديري ومسؤولي الشركات (والذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية) بقيمة 500 ألف دولار.
- نصت الخطة على ضرورة استرجاع العلاوات التي تم دفعها لمديري ومسؤولي الشركات عن أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
- نصت الخطة على تكليف مجلس رقابة يشرف على تنفيذ خطة الإنقاذ، وهذا المجلس يضم رئيس الاحتياطي الفيدرالي ووزير الخزانة الأميركية ورئيسها.
- يراقب مكتب المحاسبة العامة (التابع للكونغرس) على عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات، ويحافظ هذا المكتب على حضوره في وزارة الخزانة الأميركية.
- نصت الخطة على تعيين مفتش عام مستقل يراقب قرارات وزير الخزانة.
- نصت الخطة على أن القضاء يدرس القرارات التي يصدرها وزير الخزانة.
- نصت الخطة على إجراءات محددة ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.
- تنص الخطة على السماح للدولة بتدقيق ومراجعة شروط منح القروض العقارية.
- نصت الخطة على مساعدة وإعانة المصارف المحلية الصغيرة التي طالتها الضرر بفعل أزمة الرهن العقاري.

2- خطط الإنقاذ لأهم الدول الأوروبية: لقد سارت معظم الدول في النهج الذي اتخذته الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال ضخ مبالغ مالية ضخمة في الاقتصاد لإنعاش القطاع المالي، واسترجاع قدرته في منح الإثمان؛ الذي يعتبر محرك الاقتصاد الرأسمالي بصفة أساسية، ويلخص الجدول التالي المبالغ المرصودة من طرف الدول الأوروبية وأهم التدابير التي اتخذت.

الجدول رقم (3-2): أهم التدابير التي اتخذتها الدول الأوروبية لمواجهة الأزمة

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار أورو ، و يمكن للدولة أن تملك إلى غاية 60% من رأسمال البنك -ضمان القروض ما بين البنوك ب 321 مليار أورو وضخ سيولة بمبلغ 256 مليار أورو
ألمانيا	480 مليار أورو	-صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. -ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار أورو.
فرنسا	360 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار أورو. -ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار أورو.
هولندا	200 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك ب 20 مليار أورو ، و يستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة -ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 180 مليار أورو.
إيطاليا	100 مليار أورو	-تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها و ضمان إستقرار النظام المالي.
إسبانيا	100 مليار أورو	-ضمان القروض ما بين البنوك ب 100 مليار أورو مع عدم وجود لرسملة بنكية
البرتغال	20 مليار أورو	-ضمان القروض ما بين البنوك ، و يستخدم المبلغ لضخ السيولة.

المصدر: قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية،

تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد 46، القاهرة 2009، ص 15.

3- تنسيق الجهود لمواجهة الأزمة: لقد بدأت مواجهة الأزمة المالية بتحركات أحادية للدول الصناعية تفتقر

إلى التنسيق المشترك فيما بينها ثم تطور الأمر إلى إدراك أهمية التنسيق المشترك بين هذه الدول في مواجهة الأزمة المالية، في هذا السياق انعقدت عدة اجتماعات و لعل أبرزها قمة مجموعة العشرين للدول الصناعية و الناشئة و اجتماع تنسيقي بين مجموعة الدول الصناعية السبعة الكبرى.

أ- قمة مجموعة العشرين: المنعقدة في 15 نوفمبر 2008 بواشنطن، و نص البيان الختامي لهذه القمة على خطة عمل من محورين هما:

- التعاون الدولي في ضبط النظام المالي الدولي، و إصلاح المؤسسات المالية العالمية لمساعدة الدول الفقيرة.

- إعداد خطة لدعم الشفافية و استعادة الثقة في الأسواق فضلا عن تحسين ضوابط العمل بها، مع العمل على مراجعة قواعد المحاسبة الدولية، و تحسين أداء سبل تقويم الشركات لأصولها، مع التأكيد على مبادئ اقتصاد السوق و التجارة الحرة و نظم الاستثمار.

و قد اتخذت القمة عدة قرارات أهمها:¹

- إقراض صندوق النقد الدولي نحو 100 مليار دولار لمساعدة الدول الأكثر تضررا من الأزمة المالية.

- الدعوة لتشديد الرقابة على قطاعات الائتمان.

- إنشاء هيئة لمراقبة أكبر ثلاثين مصرفا في العالم تحت مسمى هيئة المراقبين.

- مراجعة نظام التصويت داخل صندوق النقد الدولي و البنك الدولي وإعطاء أهمية أكبر للاقتصاديات الناشئة.

ب- مجموعة السبع بلدان الصناعية الكبرى: اتفق وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى (الو م أ، كندا، ألمانيا، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، و اليابان) في 10 أكتوبر 2008 على خطة تتألف من خمسة نقاط رئيسية:

- مساعدات غير مشروطة لجميع المؤسسات المهددة بالإفلاس.

- اتخاذ جميع الإجراءات اللازمة لتحريك القروض و توفير السيولة في الأسواق النقدية.

- اتخاذ جميع الإجراءات لإعادة رزمة البنوك، بهدف استمرارها في إقراض الأسر و المؤسسات.

- برامج وطنية تهدف إلى استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم في البنوك.

- القيام بكل ما هو لازم من أجل تحريك و إعادة تنشيط سوق قروض الرهن العقاري الذي كان سببا في الأزمة المالية.

4- التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية وعودة التدخل المباشر للدولة: لقد سعت الولايات

المتحدة الأمريكية ومن بعدها الدول الأوروبية لاستخدام أدوات السياسة النقدية من خلال تخفيض أسعار الفائدة وضخ السيولة لمعالجة تداعيات الأزمة، بما يتماشى مع الفكر النقدي المنتهج في أغلب هذه الدول، إلا أن هذه الجهود لم تكن كافية لكبح جماح الأزمة، لذا لجأت أغلب الدول إلى التدخل المباشر في الحياة الاقتصادية وإنقاذ المؤسسات المهددة بالإفلاس واتخاذ إجراءات تدعيمية شملت قطاعات اقتصادية محددة، ومؤسسات و فئات من

¹ ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار وسياسة مواجهاتها، المنقح العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 9.

المجتمع الأكثر تضررا من الأزمة، بالإضافة لاستخدام أدوات السياسة المالية بالموازاة مع ذلك، لمحاولة منع حدوث كساد اقتصادي كالذي حدث إبان أزمة 1929، ولقد نجحت في ذلك، مما شكل تحولا في الفكر الاقتصادي وأعاد الاعتبار للنظرية الكينزية.

أ- استخدام السياسة النقدية لمواجهة الأزمة: استخدمت أدوات السياسة النقدية كردة فعل طبيعية في المراحل الأولى للأزمة، كتخفيض أسعار الفائدة، وتعقيم السيولة الموفرة للمؤسسات المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة، وكانت الإجراءات بشأن أسعار الفائدة متباينة بين الدول، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم تخفيض سعر الفائدة عدة مرات من 4.75% في أوت 2007 إلى 1.5% في أكتوبر 2008¹، وعلى العكس من ذلك فإن البنك المركزي الأوروبي رفع معدلات الفائدة بـ 0.25% بهدف تخفيض معدلات التضخم في جويلية 2008، أما البلدان الأخرى كاليابان، سويسرا، المملكة المتحدة، فعرفت هي الأخرى انخفاض كذلك في معدلات الفائدة والتي أصبحت 0.5% و 1.5% على التوالي في بداية جانفي 2009، ويوضح الجدول التالي أهم الحزم النقدية التي اتخذت في الدول المتقدمة لمواجهة الأزمة:

¹ Jacquillat Bertrand, Instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, Revue Problèmes économiques, n°2958, Paris novembre 2008, p12.

الجدول رقم (3-3): إجراءات السياسة النقدية في الدول المتقدمة لمواجهة الأزمة المالية

العالمية

السياسة	الخطوات المتخذة لدى بعض الدول
ضمانات القروض	- في الولايات المتحدة تمت زيادة حدود التأمين في الحسابات الفردية، واستحداث ضمان غير محدد للحسابات التي لا تتسلم فوائد؛ - في منطقة اليورو تمت زيادة الحد الأدنى المضمون، مع السماح للدول الأعضاء بإعطاء ضمانات أعلى؛ - في بريطانيا تم توسيع الضمان ليشمل كل حسابات التجزئة.
ضمان التزامات البنوك التجارية	- حزم مؤقتة في الولايات المتحدة لضمان الديون الجديدة للبنوك التجارية، ومؤسسات التمويل العقاري والشركات القابضة لها؛ - في الكثير من الدول الأوروبية تم الإعلان عن ضمانات لديون المصارف، مع رسوم تتباين بين الدول؛ - في بريطانيا تم استحداث نظام ضمان لشهادات الإيداع والأوراق التجارية.
ضمان أصول المؤسسات المالية	- ضمانات محددة في الولايات المتحدة شملت سيتي جروب، وبنك أوف أمريكا، وشركة التأمين الأمريكية AIG؛ - في أوروبا أقدمت دول عدة على ضمان أصول مصارفها؛ - في اليابان تم توسيع نطاق الضمانات؛ لتشمل الإقراض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
قروض للمؤسسات المالية	- في الولايات المتحدة الأمريكية تم توسيع خطوط الائتمان للمؤسسات التي تواجه مشكلات؛
شراء الأصول	- في الولايات المتحدة قام الاحتياطي الفيدرالي بشراء الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية؛ - في عدة دول أوروبية تم إنشاء صناديق لشراء الأصول من البنوك التجارية.

المصدر: عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 79.

ب- استخدام أدوات السياسة المالية لمواجهة الأزمة: كان أثر السياسة النقدية محدودا خاصة في ظروف الأزمة، لذا اتجهت جل الدول لتعزيزها من خلال حزمة سياسات مالية تحفيزية لدعم الطلب الكلي؛ فقامت الدول المتقدمة جميعها ومعظم الاقتصاديات الناشئة خاصة ألمانيا واليابان وكوريا الجنوبية والولايات المتحدة وبريطانيا والصين وسنغافورة، باتخاذ مجموعة من إجراءات السياسة المالية؛ كتخفيض الضرائب المباشرة وغير المباشرة، والإففاق على البنية الأساسية وشبكات الضمان الاجتماعي والإسكان والقطاعات الإستراتيجية، والإففاق على المشروعات الصغيرة والمتوسطة. ويلخص الجدول التالي أهم الإجراءات المالية المتخذة في الدول المتقدمة.

الجدول رقم (3-4): أهم تدابير السياسة المالية في الدول المتقدمة لمواجهة الأزمة المالية

العالمية.

الدولة	أهم الإجراءات المتخذة	حجم الأموال التي أنفقتها
الاتحاد الأوروبي (UE)	- تدابير مقترحة لفترة 2009-2010؛ - تخفيض TVA؛ - إطالة مؤقتة لمدة تعويضات البطالين؛ - تخفيض الضرائب على المداخل المنخفضة.	20 مليار أورو لـ 27 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي.
فرنسا	نذكر بعض الإجراءات فيما يلي: - تدعيم صناعة السيارات بقيمة 2 مليار أورو؛ - سياسة التشغيل بقيمة 500 مليون أورو؛ - دعم العمالة في المؤسسات الصغيرة من خلال إعفاء المؤسسات (PME) والمتوسطة من رسوم التوظيف لسنة 2009 بقيمة 700 مليون أورو؛ - تدعيم خزائن المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة بقيمة أكثر من 10 مليار أورو.	26 مليار أورو
هولندا	- تمويل مشروع إنعاش لسنة 2009 بواسطة ارتفاع مداخيل الغاز؛ - تخفيض الرسوم على المؤسسات والأسر؛ - إلغاء مشروع رفع TVA؛ - مساعدة المؤسسات التي تعاني من مشكلة سيولة؛ - اتخاذ مختلف الإجراءات لتسهيل استثمارات المؤسسات والابتكار؛ - اتخاذ إجراءات ضريبية واجتماعية	8.5 مليار أورو

<p>20 مليار جنيهه استرليني 1.5% من PIB.</p>	<p>- خطة طوارئ لدعم السوق العقاري؛ - مساعدة الأسر المتضررة من ارتفاع أسعار الطاقة؛ - تخفيض TVA من 17,5% إلى 15% خلال الفترة التي تتراوح ما بين 1 ديسمبر 2008 إلى 1 جانفي 2010؛ - إلغاء رفع الضريبة على المؤسسات؛ - منح تسهيلات للمؤسسات الصغيرة والمتوسط؛ - بناء و تجديد المساكن.</p>	<p>المملكة المتحدة</p>
<p>50.9 مليار يورو 3.7% من PIB.</p>	<p>- رفع الأجر الأدنى من 570 يورو إلى 800 يورو حتى سنة 2012؛ - تخفيض الضرائب لإعادة تأهيل المساكن؛ - تخفيض الأعباء الإدارية للمؤسسات بنسبة 30% حتى سنة 2012؛ - اتخاذ إجراءات لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ - بناء المساكن؛ - إعفاء المؤسسات من أقساط التأمينات من خلال توظيف البطالين.</p>	<p>إسبانيا</p>
<p>825 مليار دولار</p>	<p>توزع جزء منها كما يلي: - 385.5 مليار دولار يمنح لدعم سياسات الأشغال الكبرى وكذا لإصلاح قطاع الصحة. - 275 مليار دولار يوزع على الأسر والمؤسسات على شكل إعفاءات ضريبية على سبيل المثال. - 94 مليار دولار يقدم على شكل مساعدات للأسر والأفراد بدون منصب شغل.</p>	<p>الولايات المتحدة الأمريكية</p>

المصدر: Banque de France, Documents et débats, n°2, Paris 2009, pp 66-68

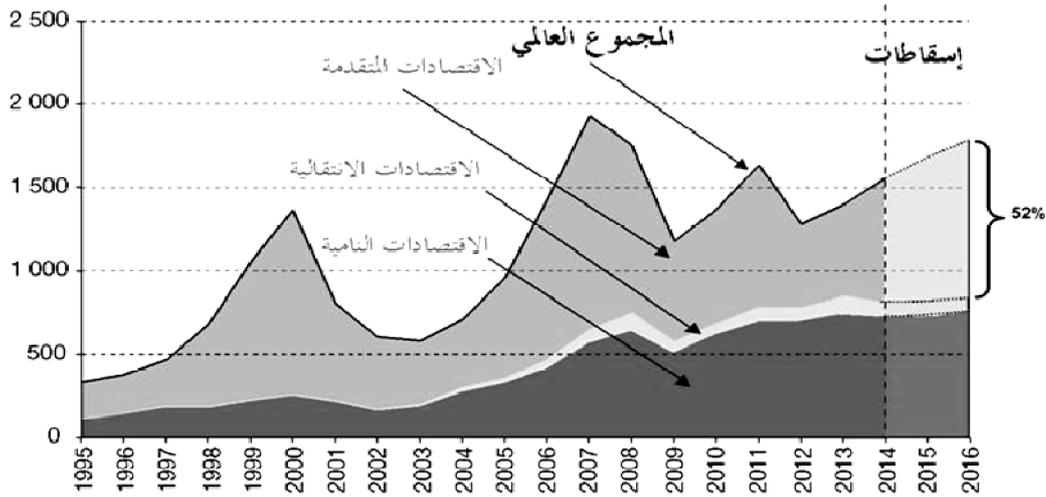
المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية على حجم وتوزيع الاستثمار الأجنبي المباشر.

إن هبوط الأداء الاقتصادي العالمي؛ كان لا بد أن يؤثر على حركة الاستثمار الأجنبي المباشر على المستوى العالمي، فقد كان للأزمة المالية العالمية تأثيراً سلبياً على الاستثمار الأجنبي المباشر، ويرجع ذلك بالأساس إلى فقدان الثقة المتزايد في أداء الاقتصاد العالمي، ووفق لبيانات الأونكتاد فقد تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنحو 14% في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، وهبطت التدفقات العالمية الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر من مبلغ مرتفع عالمياً مقداره 1871 مليار دولار سنة 2007 إلى 1489 مليار دولار سنة 2008.¹

المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

يظهر تتبع تطور حجم التدفقات الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر اضطرابات حادة ارتفاعاً وانخفاضاً بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (1995-2014) بالمليار دولار



المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2014 الاستثمار في أهداف

التنمية المستدامة، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2014، ص2.

¹ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2009 الشركات عبر الوطنية والإنتاج الزراعي والتنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2009، ص5.

عرفت بداية الألفية نمواً معتبراً للتدفقات الدولية الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر، فقد عرفت معدلات نمو سنوية هائلة وصلت إلى أكثر من 50% سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 و 34% سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، قبل أن تبدأ في التراجع حيث سجلت معدلات نمو سلبية في العامين الأولين للأزمة 2008 و 2009، فقد تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي بمعدلات كبيرة فاقت -20% سنوياً.

عادت تدفقات الاستثمار الأجنبي للارتفاع وسجلت معدلات معتبرة في سنتي 2010 و 2011، لكن هذه الانتعاشة لم تستمر؛ لتعرف تراجعاً سنة 2012 و 2014، ويتراجع بذلك حجم التدفقات الدولية للاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى 1750 مليار دولار سنة 2014، بعدما كانت في ذروتها بـ 1871 مليار دولار سنة 2007.

الجدول رقم (3-5): حجم ومعدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة خلال الفترة (2003-2014) بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي سنة 2014.

السنوات	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي
2003	552,0	
2004	682,7	23,69%
2005	927,4	35,84%
2006	1 393,2	50,22%
2007	1 871,7	34,34%
2008	1 489,6	-20,41%
2009	1 186,4	-20,35%
2010	1 328,1	11,94%
2011	1 563,7	17,74%
2012	1 402,9	-10,29%
2013	1 467,2	4,59%
2014	1750,0	-16,29%

المصدر: من إعداد الباحث، بناءً على معطيات قاعدة بيانات مؤتمر المتحدة للتجارة والتنمية

(الأونكتاد) على الموقع: <http://unctadstat.unctad.org> ، تاريخ الإطلاع: 2015/02/06.

قبل بداية الأزمة المالية، حدثت تدفقات رأسمالية كبيرة من البلدان المتقدمة إلى الاقتصاديات الناشئة، وقد توقفت هذه التدفقات بصورة مفاجئة في عام 2008، ولكن خلافاً للأحداث التي وقعت في الماضي، لم يكن هذا التوقف المفاجئ ناجماً لا عن حدوث زيادة في أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة ولا عن تسجيل قدر مفرط من العجز في الحساب الجاري أو مشاكل في خدمة الديون في الاقتصاديات الناشئة. بل يبدو أنه كان ناتجاً عن حالة عدم اليقين من التداعيات المحتملة للأزمة المالية على هذه الاقتصاديات الأخيرة، ومحاولات المستثمرين الدوليين الرامية إلى التقليل إلى أدنى حد من المستوى الإجمالي لتعرضهم للمخاطر، وعندما عادت التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى أسواق الاقتصاديات الناشئة إلى الارتفاع في عامي 2010 و 2011، كان هذا أيضاً تطوراً غير عادي، لأن حالات التوقف المفاجئ للتدفقات عادة ما تعقبها فترة ممتدة من ركود التدفقات الواردة إلى هذه البلدان أو حتى التدفقات الخارجة منها. وفي مواجهة تراجع فرص تحقيق الربح في المراكز المالية الرئيسية، كان من الممكن توقع أن يجد المستثمرون ما يشجعهم في العودة السريعة إلى الاقتصاديات الناشئة، على اعتبار معدلات النمو الاقتصادي الجيد، بالإضافة إلى تصور أن النظم المالية لهذه الاقتصاديات تعتبر أكثر استقراراً من مثيلاتها في البلدان المتقدمة، غير أن توقع ارتفاع مستوى المخاطر المتصلة بالديون السيادية لبعض هذه البلدان، عاد ليحدد مرة أخرى من التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصاديات الناشئة، حيث سعى المستثمرون للتقليل من المستوى الإجمالي للمخاطر التي تنطوي عليها حوافز استثماراتهم.¹

الانخفاض الحاد في التدفقات الوافدة سنة 2012 يقلب انتعاش الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2010-2011 رأساً على عقب، فالتدفقات الوافدة هبطت في 23 من أصل 38 اقتصاداً متقدماً في عام 2012، ويعزى هذا الهبوط الحاد بنسبة 32% في المائة إلى تراجع بنسبة 41% مسجل في الاتحاد الأوروبي وتراجع بنسبة 26% مسجل في الولايات المتحدة، وانخفضت التدفقات الوافدة إلى أستراليا ونيوزيلندا على التوالي بنسبة 13% و 33%. وعلى النقيض من ذلك سجلت التدفقات الوافدة إلى اليابان قيمة إيجابية بعد سنتين متتاليتين من الهروب الصافي للاستثمارات، كما شهدت المملكة المتحدة زيادة في التدفقات الوافدة.²

ويُعزى الانخفاض العام إلى ضعف توقعات النمو والريبة التي تطبع السياسات العامة، لاسيما في أوروبا، فضلاً عن فتور الاستثمار في الصناعات الإستخراجية. وعلاوة على ذلك، فإن المعاملات الداخلية في الشركات مثل القروض الداخلية للشركات - التي تميل بطبيعتها إلى التقلب - أثرت في انخفاض التدفقات في عام 2012.

¹ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2013، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2013، ص 27.

² نفس المرجع، ص 28.

ولئن كانت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر متقلبة، فإن مستوى الإنفاق الرأسمالي ظل مستقراً نسبياً، وتراجعت التدفقات الصادرة عن البلدان المتقدمة بنسبة 23%، وسجل على الخصوص انخفاض في الاتحاد الأوروبي بنسبة 40% وفي الولايات المتحدة بنسبة 17%، والسبب الأساسي وراء ذلك هو تصفية الاستثمارات واستمرار الشركات المتعددة الجنسيات المملوكة للبلدان المتقدمة في إتباع نهج "التريث والترقب" ومع ذلك، فإن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة عن اليابان قد سجلت نمواً بنسبة 14%¹.

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للاستثمار الأجنبي المباشر.

الانخفاض المسجل عالمياً في عام 2008، كان متبايناً فيما بين الفئات الاقتصادية الرئيسية الثلاثة (البلدان المتقدمة والبلدان النامية والاقتصاديات الانتقالية في جنوب شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة) ما ينم عن إحداث الأزمة المالية العالمية أثراً أولياً متبايناً، ففي البلدان المتقدمة منشأ الأزمة خفضت الاستثمارات الأجنبية الوافدة في عام 2008، بينما واصلت هذه الاستثمارات زيادتها في البلدان النامية والاقتصاديات الانتقالية، وانخفضت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى البلدان المتقدمة في عام 2008 بنسبة 29%، ويعزى معظم هذا الانخفاض إلى تراجع قيمة عمليات الإدماج والحيازة عبر الحدود للشركات متعددة الجنسيات بنسبة 39% بعد فترة خمسة سنوات من الارتفاع انتهت سنة 2007، ففي أوروبا هبطت صفقات اندماج الشركات وحيازتها عبر الحدود بنسبة 56% وفي اليابان بنسبة 43%، والصفقات الكبرى في جميع أنحاء العالم (أي تلك التي تتجاوز قيمة معاملاتها المليار دولار) كانت هي الأشد تضرراً بالأزمة².

أولاً - تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الواردة للاستثمار الأجنبي المباشر:

ويظهر الجدول التالي مقارنة بين التوزيع الجغرافي لحركة الاستثمارات الأجنبية الواردة على الفئات الرئيسية في العالم قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

¹ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2013 سلاسل القيمة العالمية: الاستثمار والتجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2013، ص ص 12-13.

² مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2009، المرجع السابق، ص 5.

الجدول رقم (3-6): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015).

الدول الانتقالية			الدول النامية			الدول المتقدمة			السنوات
معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات العالمية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	
	03%	17,8		36%	195,5		61%	337,1	2003
63%	04%	28,9	35%	38%	263,7	17%	57%	395,5	2004
06%	03%	28,3	26%	35%	331,7	49%	62%	587,7	2005
92%	04%	58,8	21%	29%	402,9	60%	67%	943,2	2006
48%	05%	87,2	30%	28%	525,5	37%	68%	1289,4	2007
35%	08%	117,3	10%	39%	578,4	38-	54%	801,9	2008
47-	05%	61,7	20-	39%	465,3	18-	55%	654,3	2009
03%	05%	63,6	34%	45%	625,3	07%	50%	699,8	2010
25%	05%	79,2	07%	43%	675,1	17%	52%	817,4	2011
18-	04%	64,7	02-	44%	658,7	04-	52%	787,3	2012
30%	06%	84,5	01%	46%	662,4	14-	48%	691,02	2013
33-	04%	56,4	05%	55%	698,4	23-	41%	522,04	2014
38-	02%	34,9	09%	43%	764,6	84%	55%	962,496	2015

المصدر: من إعداد الطالب، بناء على معطيات قاعدة بيانات مؤتمر المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) على الموقع: <http://unctadstat.unctad.org>، تاريخ الاطلاع: 2016/11/12.

يظهر من خلال الجدول أعلاه كيف انقلبت الموازين بخصوص استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فبعدما كانت الدول المتقدمة تستقطب النسبة الأكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي لا تقل عن 60% قبل الأزمة المالية، بدأت هذه النسبة في التراجع بداية من سنة 2008، بالتزامن مع ذلك ارتفعت حصة الدول

النامية لتترب من نظيرتها الدول المتقدمة، قبل أن تتجاوزها سنة 2014، حيث استقطبت الدول النامية نسبة 55% من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي، ويعزى ذلك إلى أن الانخفاض الكبير في تدفقات الاستثمار الأجنبي الوافدة العالمية الناتج عن الأزمة المالية سجل في البلدان المتقدمة.

تشير معدلات النمو السنوية في تدفقات الاستثمارات الأجنبية الوافدة إلى الدول المتقدمة إلى تسجيل معدلات نمو سالبة خاصة في فترة اشتداد الأزمة، حيث وصلت نسبة التراجع إلى -38% سنة 2008، قبل أن تنتعش قليلا وتسجل معدلات نمو إيجابية حتى وإن كانت متواضعة 7%، 17% سنتي 2010 و 2011 على التوالي، لتعاود التراجع في السنوات الثلاثة التالية (2012، 2013، 2014) وتسجل معدلات نمو سالبة، في حين عرفت سنة 2015 نموا معتبرا وصل إلى 84%.

في المقابل لم يظهر أثر كبير للأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الدول النامية باستثناء سنة 2009 حيث سجلت معدل نمو سالب بلغ (-20%). واستفادت الدول الانتقالية من تراجع الاستثمار الأجنبي المتدفق في أنحاء أخرى من العالم جراء الأزمة المالية، وحققت مستويات قياسية من تدفق الاستثمار إليها، حيث انتقل حجم هذه التدفقات من 87,2 مليار دولار سنة 2007 إلى 117,3 مليار دولار سنة 2008، قبل أن تتراجع في السنوات الموالية للأزمة.

1- تأثير الأزمة المالية على التوزيع الجغرافي للاستثمارات الأجنبية الوافدة للدول المتقدمة:

تعد أوروبا تاريخيا أكبر منطقة متلقية للاستثمار الأجنبي المباشر وعرف تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذه المنطقة تطورا مستمرا لفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية، لتحقق رقما قياسيا سنة 2007، حيث بلغ 879.69 مليار دولار قبل أن تتراجع تحت تأثير الأزمة المالية العالمية.

تظهر معدلات النمو السنوية في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول الأوروبية أنها لم تتعافى من آثار الأزمة المالية العالمية بعد مرور أكثر من سبع سنوات، فبالرغم من أنها حققت معدلات نمو إيجابية في بعض السنوات إلا أنها تبدو غير مستقرة.

ينطبق نفس الحال على دول أمريكا الشمالية وبالخصوص الولايات المتحدة الأمريكية، التي عرفت تراجعا حادا في معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر سنة 2009 تحت تأثير الأزمة، حيث بلغ معدل التراجع 55%-

بالمقارنة مع السنة السابقة، قبل أن تعرف السنتين التاليتين انتعاشا نسبيا لم يستمر لاحقا، لتتصف فترة ما بعد الأزمة بالتذبذب.

الجدول رقم (3-7): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد بين الدول المتقدمة خلال الفترة (2003-2015).

أمريكا الشمالية (كندا والولايات المتحدة)			أوروبا			السنوات
معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات للدول المتقدمة	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات للدول المتقدمة	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	
	18%	60,64		79%	263,33	2003
125%	38%	136,21	-21%	59%	207,49	2004
-04%	21%	130,50	13%	78%	476,69	2005
12%	33%	297,69	27%	66%	604,71	2006
12%	27%	333,38	45%	71%	879,69	2007
10%	49%	367,99	-60%	46%	349,19	2008
-55%	27%	166,23	26%	71%	439,22	2009
36%	34%	226,73	-02%	65%	431,68	2010
19%	36%	269,24	11%	63%	478,06	2011
-14%	32%	231,58	01%	67%	483,19	2012
22%	46%	283,34	-33%	52%	323,36	2013
-42%	34%	165,11	-05%	64%	305,98	2014
159%	46%	428,33	65%	54%	503,56	2015

المصدر: من إعداد الطالب، بناء على، قاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) على الموقع:

<http://unctadstat.unctad.org> ، تاريخ الاطلاع: 2016/12/03.

2- تأثير الأزمة المالية على التوزيع الجغرافي للاستثمارات الأجنبية الوافدة للدول النامية:

تستقطب دول آسيا حوالي ثلثي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة للدول النامية، وحافظت

على هذه النسبة بالرغم من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، كما يظهره الجدول التالي:

الجدول رقم (3-8): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد بين الدول النامية خلال الفترة (2003-2015).

آسيا			أمريكا اللاتينية والكاريبية			أفريقيا			السنوات
معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات للدول النامية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات للدول النامية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	معدل النمو السنوي	النسبة من التدفقات للدول النامية	حجم التدفقات الواردة (مليار دولار)	
	67,2%	131,4		23,2%	45,45		9,3%	18,23	2003
35,3%	67,4%	177,7	49,1%	25,7%	67,79	-2,7%	6,7%	17,73	2004
26,5%	67,8%	224,9	13,0%	23,1%	76,58	67,1%	8,9%	29,63	2005
30,4%	72,8%	293,3	-3,9%	18,3%	73,62	16,7%	8,6%	34,57	2006
21,7%	68,0%	357,1	58,5%	22,2%	116,6	45,4%	9,6%	50,29	2007
6,4%	65,7%	379,8	18,4%	23,9%	138,1	14,8%	10,0%	57,72	2008
-14,6%	69,7%	324,3	-39,0%	18,1%	84,23	-6,1%	11,6%	54,19	2009
27,2%	66,0%	412,4	98,4%	26,7%	167,1	-19,6%	7,0%	43,57	2010
3,5%	63,7%	426,7	15,7%	28,8%	193,3	9,7%	7,1%	47,78	2011
4,0%	62,2%	409,5	-1,5%	28,9%	190,5	15,4%	8,4%	55,15	2012
5,3%	65,1%	431,4	-7,6%	26,6%	176,0	-5,4%	7,9%	52,15	2013
8,5%	67,0%	467,9	-3,2%	24,4%	170,8	11,8%	8,3%	58,30	2014
15,6%	70,7%	540,7	-1,6%	21,9%	167,5	-7,2%	7,1%	54,07	2015

المصدر: من إعداد الطالب، بناء على، قاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) على

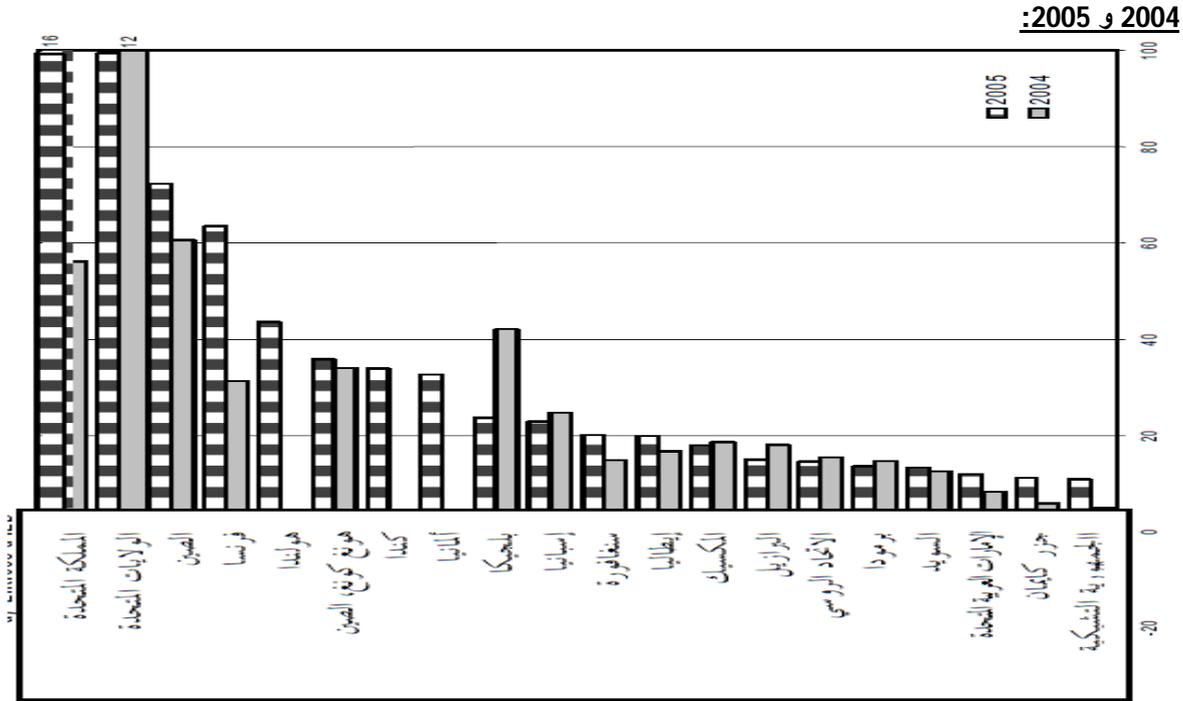
الموقع: <http://unctadstat.unctad.org>، تاريخ الاطلاع: 2016/12/03.

يظهر من خلال الجدول السابق الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية في القارات الثلاثة، رغم أن هذا التأثير جاء متأخرا مقارنة بالدول المتقدمة، وبدأ جليا سنة 2009 التي عرفت تراجعا ملحوظا في هذا التدفق وصل إلى (-39%) في دول أمريكا اللاتينية والكاربي.

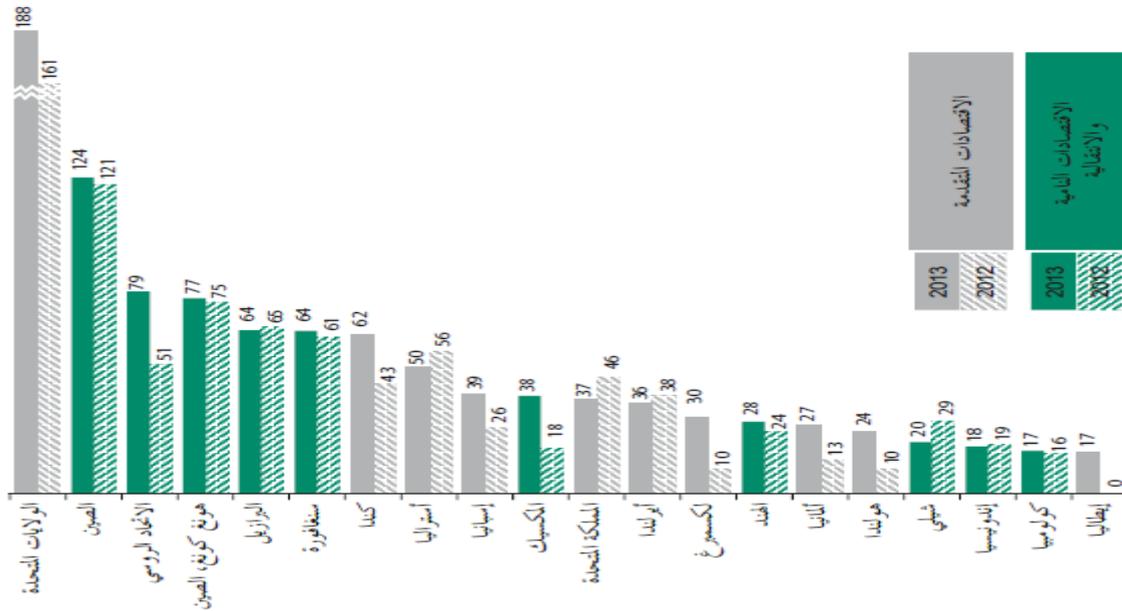
لم تحدث الأزمة المالية أثرا كبيرا على التوزيع الجغرافي لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة للدول النامية فيما بين القارات الثلاثة، فقد حافظت على نفس الحصة فيما بينها، فعلى الرغم من الارتفاع الطفيف في حصة دول القارة الإفريقية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة في سنوات اشتداد الأزمة (2008، 2009) قابله تراجع ضئيل في حصة الدول النامية الآسيوية في نفس الفترة، إلا أن هذا التوزيع عاد ليأخذ نفس الشكل تقريبا الذي كان عليه قبل الأزمة.

ازداد عدد الدول النامية والاقتصاديات الانتقالية التي أصبحت تشكل نصف الدول العشرين الأعلى نصيبا من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): أكبر عشرين دولة مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات (مقارنة فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة المالية)



2012 و 2013:



المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2014، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2014، ص4، و مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2006، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2006، ص5.

يتبين من خلال الشكل السابق أن الولايات المتحدة الأمريكية حافظت على صدارتها كأحد أكبر الدول استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر، بالرغم من أنها منشأ الأزمة المالية وأكبر الدول تضررا منها. في حين كان تراجع ملحوظا في مكانة المملكة المتحدة، فبعدها كانت تحتل المرتبة الأولى كأكبر دولة استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر بـ165 مليار دولار سنة 2005، تراجعت إلى المرتبة الحادية عشر عالميا وانخفض الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد للمملكة المتحدة بنسبة 77%، حيث لم يتعد 37 مليار دولار سنة 2013.

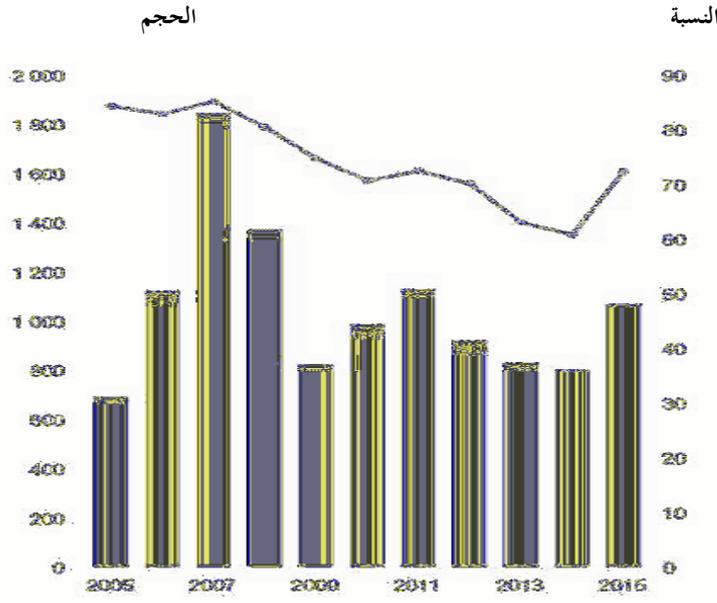
عرفت هذه الفترة كذلك تراجعا ملحوظا في نصيب الدول الأوروبية من الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد كإيطاليا وفرنسا وهولندا، فبعد أن كانت فرنسا تحتل المرتبة الرابعة عالميا سنة 2005، لم تظهر إطلاقا في قائمة العشرين دولة الأكثر استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر سنة 2013. في المقابل تحسنت حصص الدول النامية المنتمة لأمريكا اللاتينية كالبرازيل وكولومبيا والتشيلي.

ثانيا - تأثير الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للتدفقات الصادرة للاستثمار الأجنبي المباشر:

تستأثر الدول المتقدمة تاريخيا بالنسب الأهم من تصدير الاستثمار الأجنبي المباشر، مع ظهور بعض الشركات متعددة الجنسيات في الدول النامية تقوم هي الأخرى بتصدير الاستثمار الأجنبي، وتبين من الشكل الموالي الأثر الكبير للأزمة المالية العالمية على حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الدول المتقدمة، كما يظهر تراجع إسهام الدول المتقدمة في التدفقات الخارجة للاستثمار الأجنبي المباشر.

يبدو جليا من خلال الشكل (3-3) التالي تراجع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الدول المتقدمة بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008، فبعدها بلغ مستوى قياسي سنة 2007 حيث قارب 1800 مليار دولار تراجع إلى أقل من 800 مليار دولار سنة 2009. بذلك تراجعت نسبة إسهام الدول المتقدمة في تدفق الاستثمار الأجنبي الصادر عالميا، فبعدها كانت النسبة تفوق 80% سنة 2007 تراجعت إلى حدود 60% سنة 2014.

الشكل رقم (3-3): تطور حجم ونسبة الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الدول المتقدمة خلال الفترة (2005-2015) بالمليار دولار



: نسبة إسهام الدول المتقدمة في الاستثمار الأجنبي الصادر في العالم سنويا.

: حجم الاستثمار الأجنبي الصادر من الدول المتقدمة بالمليار دولار.

المصدر: UNCTAD, World investment report 2016, investor nationality policy challenges, United Nations, Geneva 2016, P5.

تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر في العالم بصفة عامة، لكن الدول المتقدمة كانت أكثر تأثر بالأزمة المالية العالمية فقد بلغت نسبة التراجع -25.7% بين سنتي 2007 و2008 و-40% بين سنتي 2008 و2009، بينما لم يظهر أثر بنفس الحدة على الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عن الدول النامية فباستثناء سنتي 2009 و2012 التي عرفت معدلات نمو سنوية سلبية، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عن الدول النامية حافظ على نفس المستوى تقريبا، مما يعكس زيادة نسبة إسهامها التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر الصادر، ويظهر الجدول التالي تطور تدفق الاستثمار الأجنبي الصادر من الفئات الاقتصادية الرئيسية في العالم:

الجدول رقم (3-9): توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة على الفئات الرئيسية في العالم خلال الفترة (2003-2015).

السنة	التدفقات العالمية الصادرة	الدول النامية			الاقتصاديات الانتقالية			الدول المتقدمة	
		حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية الصادرة	معدل النمو السنوي	حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية الصادرة	معدل النمو السنوي	حجم التدفقات الصادرة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية الصادرة
2003	528,5	39,3	7,4%	10,5	1,9%		478,7	90,5%	
2004	897,6	114,8	12,7%	13,6	1,5%	30%	769,1	85,6%	
2005	818,6	110,5	13,5%	18,0	2,2%	32,1%	690,0	84,2%	
2006	1351,9	201,3	14,8%	30,1	2,2%	67,1%	1120,4	82,8%	
2007	2165,1	272,8	12,6%	49,1	2,2%	63,1%	1843,1	85,1%	
2008	1703,6	273,9	16,0%	60,2	3,5%	22,5%	1369,4	80,3%	
2009	1098,8	240,0	21,8%	38,3	3,4%	-36,3%	820,3	74,6%	
2010	1391,9	358,0	25,7%	50,4	3,6%	31,5%	983,4	70,6%	
2011	1557,6	373,9	24,0%	55,6	3,5%	10,2%	1128,0	72,4%	
2012	1308,8	357,8	27,3%	33,1	2,5%	40,3%	917,7	70,1%	
2013	1310,6	408,8	31,2%	75,7	5,7%	128,3%	825,9	63%	
2014	1318,4	445,5	33,8%	72,1	5,4%	4,7%	800,7	60,7%	
2015	1474,2	377,9	25,6%	31,1	2,1%	56,8%	1065,1	72,2%	

المصدر: من إعداد الطالب، بناء على إحصائيات قاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)

على الموقع: <http://unctadstat.unctad.org> ، تاريخ الاطلاع: 2016/12/03.

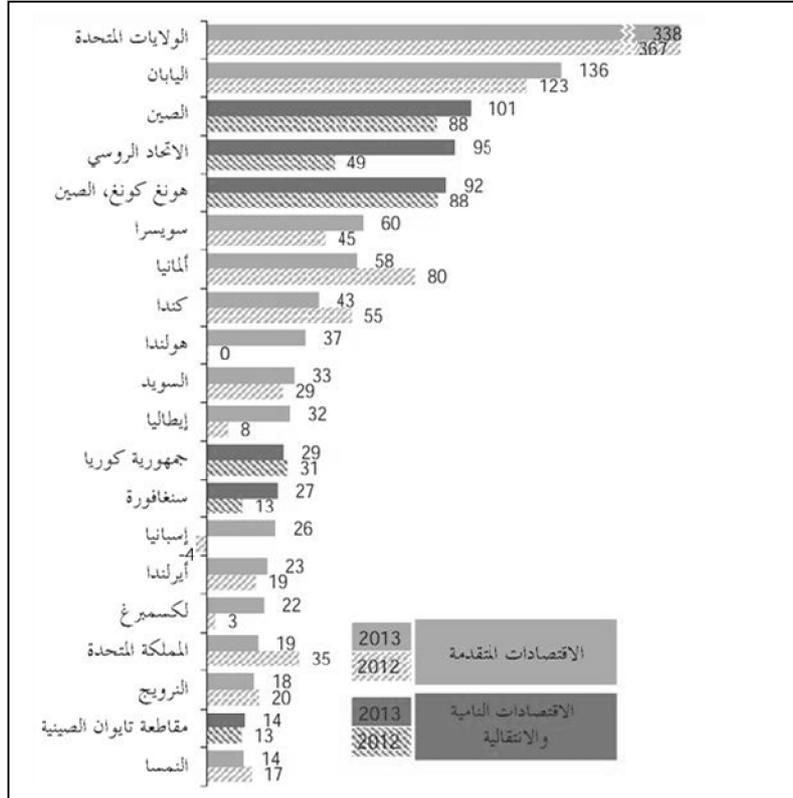
بلغت قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من البلدان النامية 445,5 مليار دولار سنة 2014 وهو

رقم قياسي، فهي تستأثر مع الاقتصاديات الانتقالية بنسبة 39% من مجموع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

الخارجة، مقارنة بنسبتها التي لم تتعدى 12% في مستهل الألفية، وصنفت ستة من البلدان النامية والانتقالية بين

العشرين دولة الأكثر تصديرا للاستثمار الأجنبي المباشر، ويزداد إقبال الشركات عبر الوطنية من البلدان النامية على حيازة الفروع للشركات عبر الوطنية للدول المتقدمة في البلدان النامية، ويظهر الشكل التالي ترتيب العشرين دولة الأكثر امتلاكاً للشركات عبر الوطنية:

الشكل رقم (3-4): أكبر عشرين دولة مصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر بمليارات الدولارات سنتي 2013 و 2012



المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2014، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2014، ص 5.

امتلكت الولايات المتحدة الأمريكية 338 شركة عبر وطنية سنة 2013 كأكثر دولة تملك الشركات عبر وطنية، ويبين الشكل أعلاه وجود ثلاث دول ذات الاقتصادات الانتقالية هي: الصين و روسيا وهونغ كونغ ضمن الخمس الدول الأكثر امتلاكاً للشركات عبر وطنية، وتستحوذ الستة دول المصنفة ضمن فئة الاقتصادات الانتقالية سنة 2013 على 358 شركة ما يمثل حوالي 31% من بين ما تملكه العشرين دولة الأولى عالمياً في امتلاك عدد الشركات عبر الوطنية.

المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية على الاستثمار المحفظي.

ضربت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 السوق المالي الأمريكي بالدرجة الأولى، وانتقلت إلى باقي المراكز المالية المنتشرة في مناطق مختلفة من العالم، وأدت هذه الأزمة إلى ظهور نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين.

ارتبطت العديد من الأزمات المالية بانتشار الاستثمار الأجنبي غير المباشر والذي ساعد في انتقال رؤوس الأموال بسرعة من بلد لآخر (الأموال الساخنة) واعتباره عامل آخر يساعد في حدوث الأزمات في أسواق المال.

المطلب الأول: تطور حركة الاستثمار المحفظي في ظل الأزمة المالية العالمية.

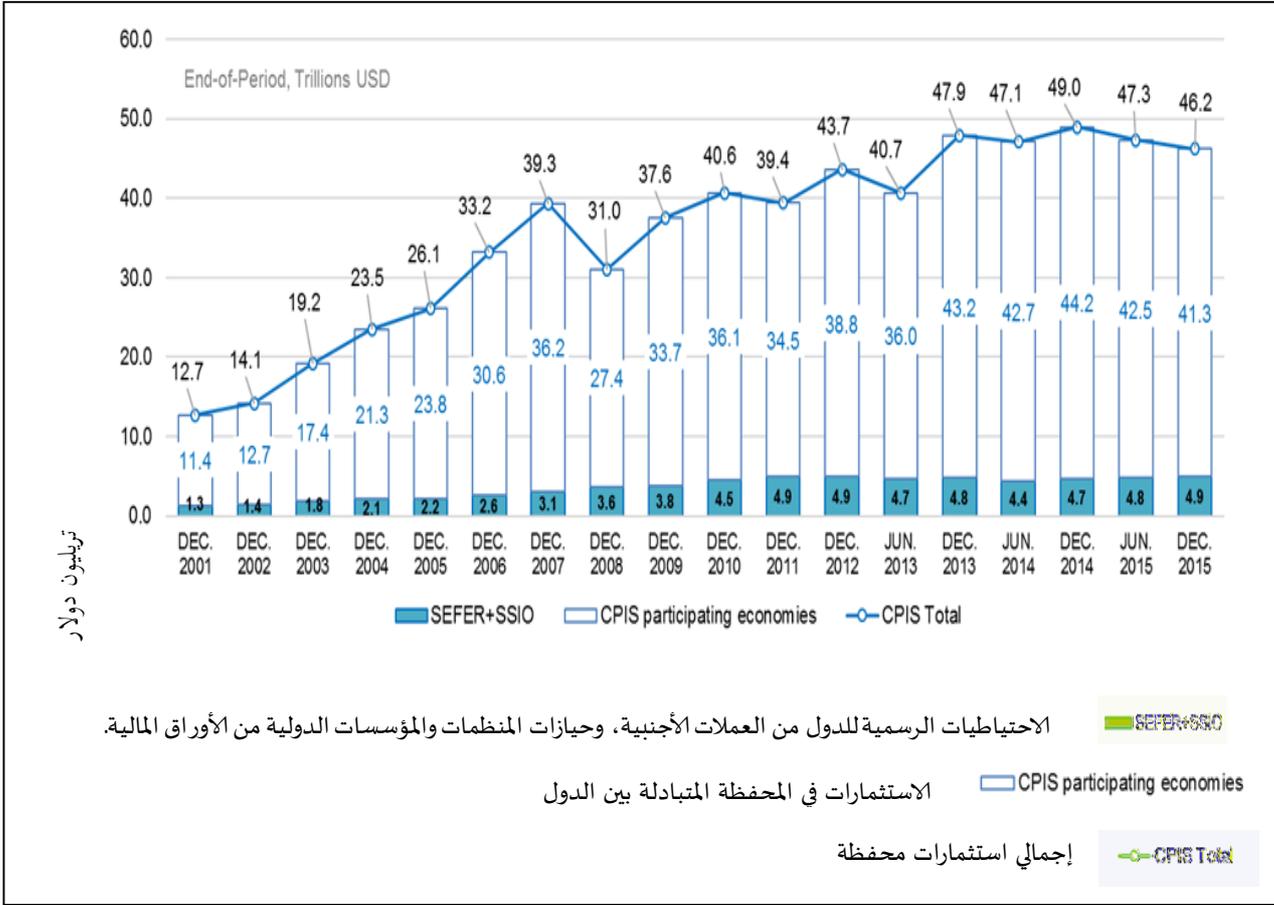
خلال الفترة من 2002 إلى 2007 كانت الودائع والقروض العابرة للحدود أسرع مكونات تدفقات رأس المال العالمي، مرتفعة من 900 مليار دولار سنة 2002، إلى حوالي 6 تريليونات في نهاية 2007، وقد عكست هذه الظاهرة العولمة وانفتاح الأسواق، حيث لجأت البنوك لتمويل احتياجاتها من السيولة إلى الأسواق العالمية بشكل مفرط، وتعد البنوك التجارية مصدرا لـ 80% من تدفقات الاستثمار المحفظي الصادر في العالم، وتستورد البنوك التجارية كذلك 80% من تدفقات الاستثمار المحفظي الوارد في العالم.¹

يظهر الشكل الموالي تطور حجم الاستثمارات المحفظية في الاقتصاد العالمي لفترة ما قبل وبعد الأزمة المالية

العالمية:

¹ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 119.

الشكل رقم (3-5): تطور حجم الاستثمار المحفظي في العالم خلال الفترة (2001-2015)



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع: <http://data.imf.org>، تاريخ الاطلاع: 2016/11/20.

يظهر من خلال الشكل السابق أن التطور الهائل في حجم استثمارات المحفظة في العالم تعرض لانتكاسة سنة 2008 ، تحت تأثير الأزمة المالية العالمية، فبعد سلسلة من النمو المتسارع والمستمر من 2001 إلى أن وصل لمستويات قياسية سنة 2007 عند 39.3 تريليون دولار، تراجع إلى 31 تريليون دولار سنة 2008، قبل أن يستعيد نموه في السنة الموالية، لكن فترة ما بعد الأزمة إلى غاية سنة 2015، تميزت بعدم الثبات وعرفت تذبذب في نمو حركة الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على المستوى الدولي، فتارة ترتفع وتحقق نمو سنويا إيجابيا، لتعاود التراجع في السنة الموالية.

وبالرغم من الاتجاه العام لسلسلة الاستثمار المحفظي في العالم لفترة ما بعد الأزمة المالية الذي كان متجهها نحو الارتفاع، إلا أنها تتزايد بمعدلات أقل مقارنة بفترة ما قبل الأزمة ففي الفترة من 2001 إلى غاية 2007،

ارتفع الاستثمار المحفظي من 12.7 تريلون دولار إلى 39.3 تريلون دولار محققا نسبة نمو بلغت 209.45% في غضون ستة سنوات، في حين الفترة من 2009 إلى غاية 2015 ارتفع حجم الاستثمار المحفظي في العالم من 37.6 تريليون دولار إلى 46.2 تريلون دولار بنسبة نمو 22.87% في خلال ستة سنوات كذالك.

يفسر التراجع في حركة الاستثمار المحفظي الدولية، للخسائر الكبيرة التي أصابت أكبر الأسواق المالية في العالم، وتقدر مؤسسة ماكينزي الخسائر في أسواق الأسهم العالمية بحوالي 28.8 تريليون دولار خلال سنة 2008 والنصف الأول من سنة 2009؛ فقد خسرت أسعار هذه الأسهم نصف قيمتها تقريبا سنة 2008 فقط، وكان هذا الهبوط عالميا، وقد شمل الدول التي يغطيها المسح الذي تقوم به المؤسسة، وهو يشمل 112 دولة، ويضاف إلى ذلك خسائر في قيمة الأصول المالية الأخرى (الأوراق المالية المتعلقة بالملكية، وأوراق الدين الخاص، والدين الحكومي، والودائع المصرفية)، بمقدار 16 تريليون دولار عام 2008 فقط؛ إذ إن قيمة هذه الأصول قد انخفضت من قيمتها البالغة 194 تريليون دولار في وقت الذروة سنة 2007، إلى 178 تريليون سنة 2008.¹

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على التوزيع الجغرافي للاستثمار المحفظي.

تشير الإحصائيات الخاصة بصافي التدفقات السنوية للاستثمار المحفظي إلى مختلف مناطق العالم، أن أرقام الدول المتقدمة كانت سالبة خاصة مع بداية الألفية الثالثة، أي أن التدفقات الخارجة أكبر من الوافدة لهته الدول، وارتفعت هذه القيم مع بؤادر الأزمة المالية العالمية، بسبب هروب رؤوس الأموال تحت تأثير الأزمة المالية، فالأموال الساخنة تعرف بسرعة استحابتها للتوقعات سواء كانت توقعات إيجابية أو سلبية وتسلك سلوك القطيع. كما يظهر ذلك في الجدول التالي.

¹ عبد الرزاق فارس الفارس، المرجع السابق، ص 48.

الجدول رقم (3-10): صافي تدفق الاستثمار المحفظي على أهم المناطق في العالم خلال الفترة
(2001-2013).

مليار دولار

الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية	الاقتصاديات المتقدمة الأخرى (باستثناء الاقتصاديات المتقدمة G7 ومنطقة اليورو)	الاقتصاديات المتقدمة الكبرى G7	منطقة اليورو	الدول المتقدمة	
56,39	138,23	270,22-	65,43-	124,12-	2001
21,63	114,17	470,55-	130,31-	397,81-	2002
14,2	65,80	547,32-	61,43-	443,11-	2003
5,25-	126,81	714,90-	55,04-	706,75-	2004
9,18-	69,24	587,61-	131,78-	698,21-	2005
84,36	180,57	704,63-	232,29-	859,8-	2006
24,73-	183,59	1044,23-	171,05-	1015,54-	2007
136,85	178,40	1180,30-	357,10-	1144,98-	2008
76,86-	106,92-	199,94-	347,60-	398,30-	2009
240,41-	49,69-	540,90-	106,40-	745,95-	2010
119,29-	24,80	765,32-	331,98-	827,63-	2011
239,88-	129,99	221,89-	122,69-	137,01-	2012
155,40-	96,40	280,30-	146,44-	304,11-	2013

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/> تاريخ الاطلاع:
2016/12/11.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن الدول المتقدمة كانت أكثر تأثر بالأزمة المالية وبصفة أدق مجموعة السبعة الكبرى، حيث انتقل صافي التدفق المحفظي من - 704,6 مليار دولار سنة 2006 إلى - 1044,2 مليار دولار سنة 2007 و - 1180,3 مليار سنة 2008، ذلك أن مجموعة الدول الكبرى وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية عانت من إفلاس العديد من المؤسسات المالية والمصرفية الناشطة في البورصة، مما أدى إلى هروب

رؤوس الأموال من هذه البورصات وفي المقابل تراجع إقبال المستثمرين الأجانب على الاستثمار في الأسواق المالية الكبرى لتراجع عوائد الاستثمار في هذه الأسواق.

ويشير الجدول السابق أن الأسواق المالية الكبرى استعادت جاذبيتها لرؤوس الأموال الأجنبية أو على الأقل تراجع هروب رؤوس الأموال منها، خلال السنوات التي تلت ذروة الأزمة أي بداية من سنة 2009، فقد عاد صافي التدفق ليسجل أرقام تتقارب مع فترة ما قبل الأزمة.

أولا- تأثير الأزمة المالية العالمية على توزيع تدفقات الاستثمار المحفظي الواردة بين القارات:

يظهر من خلال الجدول (3-11) التالي أن سنة 2008 والتي صادفت ذروة الأزمة المالية العالمية عرفت تراجعا كبيرا في تدفقات الاستثمار المحفظي الوارد على مستوى العالم بنسبة فاقت 20% مقارنة بالسنة السابقة 2007، تحملت دول قارة أمريكا الشمالية وبالدرجة الأولى الولايات المتحدة الأمريكية نسبة كبيرة من هذا التراجع، وانخفضت الاستثمارات المحفظية المتدفقة لأمريكا الشمالية بنسبة فاقت 40% في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، في حين تراجعت الاستثمارات المحفظية المتدفقة لدول أمريكا الجنوبية بنسبة 25% لنفس الفترة، و 20% بالنسبة لدول القارة الأوربية، و 16% و 15% بالنسبة لدول قارة آسيا وإفريقيا على الترتيب.

الجدول رقم (3-11): توزيع التدفقات الوافدة للاستثمار المحفظي بين القارات (2001-2015)
بالمليار دولار.

العالم	إفريقيا		أمريكا الشمالية		آسيا		أمريكا الجنوبية		أوروبا		
	النسبة من التدفقات العالمية (مليار دولار) (%)	حجم التدفقات الداخلة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية (%)	حجم التدفقات الداخلة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية (%)	حجم التدفقات الداخلة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية (%)	حجم التدفقات الداخلة (مليار دولار)	النسبة من التدفقات العالمية (%)	حجم التدفقات الداخلة (مليار دولار)	
12719,4	0,25	31,6	20,34	2586,7	13,63	1733,8	0,22	28,2	55,47	7054,9	2001
14147,8	0,34	48,3	17,69	2503,2	13,51	1911,0	0,20	28,0	58,14	8225,2	2002
19219,9	0,36	68,7	18,14	3485,6	12,88	2474,9	0,20	37,8	58,79	11299,5	2003
23489,2	0,38	88,1	17,79	4177,9	12,57	2952,5	0,20	46,1	59,92	14074,5	2004
26054,1	0,47	121,6	19,62	5112,0	12,24	318,8	0,23	58,9	58,90	15345,9	2005
33164,4	0,47	154,6	20,09	6663,9	11,51	3818,3	0,34	111,1	59,86	19850,7	2006
39307,3	0,59	233,6	20,41	8021,5	11,59	4553,9	0,40	155,5	59,09	23226,9	2007
31043,9	0,64	197,7	15,45	4795,3	12,29	3815,9	0,37	116,3	59,50	18470,8	2008
37550,9	0,75	282,2	17,65	6627,0	12,86	4830,0	0,40	150,8	58,16	21838,1	2009
40629,3	0,78	317,7	18,62	7564,0	14,02	5694,7	0,49	200,7	54,92	22312,3	2010
39382,8	0,68	267,7	19,40	7639,0	14,40	5671,1	0,46	180,9	52,60	20714,9	2011
43660,6	0,61	264,4	20,42	8917,1	14,57	6361,3	0,46	199,4	52,73	23020,9	2012
47949,1	0,56	270,7	21,46	10287,8	14,06	6743,0	0,46	222,3	53,53	25666,2	2013
48952,1	0,58	284,1	22,33	10931,9	14,19	6944,4	0,48	236,9	52,75	25823,3	2014
46225,7	0,58	267,9	23,24	10741,3	16,06	7423,7	0,49	227,9	48,91	22610,4	2015

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع: <http://data.imf.org>
تاريخ الاطلاع: 2016/11/26.

ويظهر الجدول السابق أن الدول الأوربية تستحوذ على الحصة الأكبر من تدفقات الاستثمار المحفظي
بنسبة قاربت 60% في الفترة من 2001 إلى 2009، إلا أن هذه النسبة تراجعت بعد الأزمة المالية العالمية إلى

حدود 52% سنة 2012، وبالرغم من أن الدول الأوروبية بقيت الأكثر استقطاباً للاستثمارات المحفظية، إلا أن هذا التراجع لا يمكن إغفاله، حيث فقدت ما بين (5% إلى 9%) في الفترة الممتدة من 2009 إلى 2015.

أما بالنسبة لدول أمريكا الشمالية، فبالرغم من أنها الأكثر تأثر بالأزمة المالية، وتراجعت حصتها من تدفقات الاستثمار المحفظي من 20.41% سنة 2007 إلى 15.45% سنة الأزمة 2008، إلا أنها سرعان ما استرجعت حصتها من تدفقات الاستثمار المحفظي بعد سنة 2009، لتستحوذ على نسبة وصلت إلى أكثر من 23% سنة 2015.

ويظهر الجدول كذلك أن دول آسيا استحوذت على النسبة الأهم من تراجع حصة دول أوروبا، فقد ارتفعت حصتها من حوالي 11.5% قبل الأزمة إلى حدود 14% في الفترة التي تلت ذروة الأزمة ووصلت حصتها إلى 16% سنة 2015.

ثانياً - تأثير الأزمة المالية على ترتيب أكثر الدول استقطاباً للاستثمار المحفظي:

تسيطر الدول المتقدمة الكبرى على ترتيب العشر دول الأكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي، وتستنأثر بنسبة تفوق 67% من تدفقات الاستثمار المحفظي في العالم، ويظهر الجدول التالي مقارنة بين ترتيب الدول العشر الأوائل لسنوات 2002 و2008 و2015.

الجدول رقم (3-12): ترتيب العشر دول الأكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي (مقارنة بين سنوات 2002، 2008، 2015) بالمليار دولار

2015		2008		2002	
ترتيب العشر دول الأكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي	إجمالي استثمارات المحفظة الواردة	ترتيب العشر دول الأكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي	إجمالي استثمارات المحفظة الواردة	ترتيب العشر دول الأكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي	إجمالي استثمارات المحفظة الواردة
الولايات المتحدة	9447,7	الولايات المتحدة	4267,87	الولايات المتحدة	2246,0
لكسمبورغ	3805,4	فرنسا	2553,37	اليابان	1394,5
المملكة المتحدة	3778,7	المملكة المتحدة	2426,25	المملكة المتحدة	1360,4
اليابان	3511,7	اليابان	2376,61	فرنسا	931,9
ألمانيا	2905,6	لكسمبورغ	2149,49	لكسمبورغ	923,4
فرنسا	2530,0	ألمانيا	2149,16	ألمانيا	897,8
هولندا	1710,2	ايرلندا	1759,69	ايطاليا	596,1
هونغ كونغ	1256,9	هولندا	1232,04	ايرلندا	574,0
سويسرا	1232,6	ايطاليا	956,61	هولندا	570,0
كندا	1215,3	سويسرا	909,67	سويسرا	530,4
بقية العالم	14831,4	بقية العالم	10263,25	بقية العالم	4123,4
الإجمالي	46225,8	الإجمالي	31044	الإجمالي	14147,8

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع:

<http://data.imf.org>، تاريخ الاطلاع: 2016/11/20.

على الرغم من التأثير الكبير للأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار المحفظي للدول العشر الأوائل، كما يظهر من بيانات سنة 2008، إلا أنها حافظت على حصتها التي تفوق 67% من مجموع التدفقات العالمية، كما

أن تركيبة الدول العشر الأوائل بقيت نفسها لفترة ما قبل الأزمة مقارنة بسنة ذروة الأزمة سنة 2008، بالرغم من بعض التغيرات في ترتيب دول العشرة الأكثر استقطاب للاستثمار المحفظي.

حافظت الولايات المتحدة الأمريكية على صدارة أكثر الدول استقطابا للاستثمار المحفظي على الرغم من أنها كانت أكثر الدول تأثرا بالأزمة المالية العالمية، واختفت أيرلندا من قائمة الدول الأكثر استقطابا للاستثمار المحفظي، مفسحة المجال لدخول دولة كانت تصنف من بين الدول النامية هي هونغ كونغ لدخول قائمة العشرة الأكثر جذبا للاستثمار المحفظي.

يظهر كذلك اختفاء إيطاليا من ترتيب سنة 2015 للدول العشر الأوائل، مقارنة بسنة 2008 في المقابل عرف ترتيب سنة 2015 ظهور كندا، مما يدل هذا على إعادة توزيع أو بالأحرى بروز مراكز مالية منافسة لنظيرتها في الدول الكبرى، لاستقطاب رؤوس الأموال خاصة بعد الأزمة المالية العالمية.

ثالثا - أثر الأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار المحفظي للدول النامية والأسواق الناشئة:

بعدها كانت أسواق الدول الناشئة عرضة للأزمات المالية كدول جنوب شرق آسيا سنة 1997، والمكسيك سنة 1994، يبدو أنها كانت أقل تأثرا بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فبعد أن عرفت تدفقات الاستثمار المحفظي تراجعاً ملحوظاً سنة 2008 في أهم الأسواق المالية للدول النامية والدول الناشئة، سرعان ما استرجعت عافيتها واستمرت حصتها من تدفق الاستثمار المحفظي العالمي في الارتفاع، ويظهر الجدول التالي تطور تدفقات الاستثمار المحفظي لفترة ما قبل وما بعد الأزمة المالية العالمية لأهم الدول النامية والدول الناشئة.

الجدول رقم (3-13): تطور تدفق الاستثمار المحفظي لأهم الدول النامية والدول الناشئة للفترة
(2001-2015) بالمليار دولار

2015	2014	2011	2008	2007	2001		
961,63	964,52	610,64	369,63	508,76	112,28	التدفقات الواردة	سنغافورة
2,08	1,97	1,55	1,19	1,29	0,88	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
235,87	203,01	103,44	75,11	158,60	8,03	التدفقات الواردة	كوريا الجنوبية
0,51	0,41	0,26	0,24	0,40	0,06	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
146,76	154,86	135,52	64,67	76,18	29,74	التدفقات الواردة	أفريقيا جنوب
0,32	0,32	0,34	0,21	0,19	0,23	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
137,10	144,36	104,24	57,97	83,44	6,75	التدفقات الواردة	الشيبي
0,30	0,29	0,26	0,19	0,21	0,05	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
119,67	126,59	128,88	131,07	154,64	0,58	التدفقات الواردة	موريشوس
0,26	0,26	0,33	0,42	0,39		النسبة من التدفقات العالمية (%)	
64,90	77,08	47,05	31,52	24,83	1,40	التدفقات الواردة	كازاخستان
0,14	0,16	0,12	0,10	0,06	0,01	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
69,13	67,84	40,28	16,13	12,93	2,27	التدفقات الواردة	ماليزيا
0,15	0,14	0,10	0,05	0,03	0,02	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
55,41	57,07	46,64	13,13	12,91		التدفقات الواردة	المكسيك
0,12	0,12	0,12	0,04	0,03		النسبة من التدفقات العالمية (%)	
67,83	56,62	44,20	24,18	19,89	1,31	التدفقات الواردة	روسيا
0,15	0,12	0,11	0,08	0,05	0,01	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
54,96	49,91	21,07	10,29	12,59	3,32	التدفقات الواردة	الصين
0,12	0,10	0,05	0,03	0,03	0,03	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
42,02	37,64	20,80	13,47	15,23	0,82	التدفقات الواردة	تيلندا
0,09	0,08	0,05	0,04	0,04	0,01	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
24,83	28,24	28,48	13,59	18,36	4,82	التدفقات الواردة	البرازيل
0,05	0,06	0,07	0,04	0,05	0,04	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
23,10	24,01	18,89	17,13	22,34	11,54	التدفقات الواردة	الأرجنتين
0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,09	النسبة من التدفقات العالمية (%)	
2027,46	2015,14	1375,39	863,21	1151,89	188,64	المجموع	
46225,76	48952,1	39382,8	31044,00	39307,4	12719,	الإجمالي العالمي	
4,39	4,12	3,49	2,78	2,93	1,48	النسبة من التدفقات العالمية (%)	

المصدر: من إعداد الطالب، بناء على معطيات قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع:

http://data.imf.org ، تاريخ الاطلاع: 2016/12/11.

تشكل الدول المدرجة في الجدول (3-13) أكثر الدول الناشئة والنامية استقطاباً لتدفقات الاستثمار المحفزي، ويظهر من خلال الإحصائيات أن هته الدول في المجموع زادت حصتها من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي بعد الأزمة المالية العالمية حيث ارتفعت من 2.78 % سنة 2008 إلى 4.39 % سنة 2015، مستفيدة من اهتزاز الثقة في أكبر المراكز المالية العالمية نتيجة الأزمة المالية العالمية، وارتفع حجم تدفق الاستثمار المحفزي لهته الدول بنسبة 47.4% بين سنتي 2011 و 2015 فقد انتقل حجم التدفق إليها من 1375.39 مليار دول سنة 2011 لتصل أكثر من 2027.46 مليار دولار سنة 2015.

يظهر من الجدول (3-13) أن سنغافورة وكوريا الجنوبية كانت أكثر الدول الناشئة تأثراً بالأزمة المالية العالمية على المدى القصير، فقد تراجع تدفق الاستثمار المحفزي لسنغافورة من 508.76 مليار دولار سنة 2007 إلى 369.63 مليار دولار سنة 2008. وتراجع الاستثمار المحفزي المتدفق لكوريا الجنوبية من 158.60 مليار دولار إلى 75.11 مليار دولار بين 2007 و 2008 كذلك، لكن يبدو أن هاتين الدولتين قد استفادت من تداعيات الأزمة على المدى المتوسط، فقد عرفت تضاعف حجم الاستثمار المحفزي الوارد إليها خلال السنوات التالية للأزمة، وزاد حجم الاستثمار المحفزي الوارد لسنغافورة بحوالي ثلاثة أضعاف بين سنة 2008 و 2015، حيث ارتفع من 369 مليار دولار إلى 961 مليار دولار، وارتفعت حصتها من إجمالي الحركة الدولية لرؤوس الأموال للاستثمار المحفزي من 1.19% إلى 2.08% لنفس الفترة. كما تضاعف حجم الاستثمار المحفزي الوارد لكوريا الجنوبية أكثر من ثلاثة مرات بين سنتي 2008 و 2015، حيث ارتفع من 75 مليار دولار إلى 235 مليار دولار، وزادت حصتها من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي من 0.24% إلى 0.51% لنفس الفترة.

لم يظهر أثر في المدى القصير للأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار المحفزي لكل من: كازاخستان وماليزيا والمكسيك وروسيا، حيث حافظت على ديناميكية النمو السنوي للتدفق الداخل لهته الدول حتى في سنة اشتداد الأزمة (2008) على عكس أبرز الأسواق المالية العالمية، وعلى المدى المتوسط فقد أظهرت الإحصائيات للسنوات التي تلت الأزمة أن هته الدول استفادت هي الأخرى من تداعيات الأزمة على المدى المتوسط، ويظهر ذلك من خلال ارتفاع حصتها من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي، فالنسبة لكازاخستان ارتفع نصيبها من 0.06% سنة 2007 إلى 0.14% سنة 2015، وماليزيا ارتفعت حصتها من 0.03% إلى 0.15% لنفس الفترة، في حين ارتفعت حصة المكسيك من 0.03% إلى 0.12% من 2007 إلى 2015، أما روسيا فتضاعفت حصتها هي الأخرى من 0.05% إلى 0.15% لنفس الفترة.

تمثل دولتي جنوب إفريقيا وموريشيوس أكبر سوقين ماليين في قارة إفريقيا، وسجلتا تأثراً طفيفاً بالأزمة المالية العالمية، وتراجع تدفق الاستثمار المحفزي سنة 2008 إلى هاتين الدولتين ولو بنسبة قليلة مقارنة بالدول الأكثر تأثراً بالأزمة، حيث انخفض الاستثمار المحفزي من 76.18 مليار دولار سنة 2007 إلى 64.67 مليار دولار سنة 2008 في جنوب إفريقيا، ومن 154.64 مليار دولار إلى 131.07 مليار دولار في موريشيوس لنفس الفترة، أما على المدى المتوسط فلا يبدو أن هاذين السوقين الماليين قد استفادا من إعادة التوزيع للاستثمار المحفزي الذي أحدثته الأزمة المالية العالمية، ويظهر ذلك من خلال حفاظهما على نفس النسبة تقريبا من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي.

بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية، كان أثر الأزمة المالية جلياً على دولة الشيلي، فقد تراجع تدفق الاستثمار المحفزي إليها من 83.44 مليار دولار سنة 2007 إلى 57.97 مليار دولار سنة 2008، لكنها استفادت فيما بعد من زيادة معتبرة في حجم التدفق في السنوات التالية للأزمة، ويظهر ذلك من خلال ارتفاع حصتها من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي من 0.19% سنة 2008 إلى 0.30% سنة 2015، حيث تضاعف حجم تدفقات الاستثمار المحفزي إلى الشيلي من 57.97 مليار دولار إلى 137.10 مليار دولار لنفس الفترة. وأظهرت إحصائيات الجدول السابق كذلك تأثيراً طفيفاً للأزمة المالية العالمية على تدفق الاستثمار المحفزي للسوق المالي لكل من البرازيل والأرجنتين وذلك على المدى القصير، حيث تراجع التدفق لهاتين الدولتين خلال سنة 2008 مقارنة بالسنوات السابقة، وانخفض حجم الاستثمار المحفزي من 18.36 مليار دولار إلى 13.59 مليار دولار في البرازيل، ومن 22.34 مليار دولار إلى 17.13 مليار دولار في الأرجنتين بين سنتي 2007 و2008. أما على المدى المتوسط فيبدو أن كلا هاذين السوقين الماليين لم يتأثرا بالأزمة المالية ويظهر ذلك من خلال حفاظهما على نفس النسبة من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي ما بين فترة اشتداد الأزمة والسنوات التالية لها.

بالنسبة للدولتين الآسيويتين الصين وتيلندا لم تظهرتا تأثراً كبيراً بالأزمة المالية على المدى القصير، فقد عرفتا تراجعاً طفيفاً في حجم تدفقات الاستثمار المحفزي إليهما بين سنتي 2007 و2008، أما على المدى المتوسط فقد تأثرتا إيجابياً بتداعيات الأزمة، ويتبين ذلك من خلال تحسن حصتهما من التدفقات العالمية للاستثمار المحفزي في السنوات التي تلت الأزمة، فقد ارتفعت حصة الصين (مكاو) من 0.03% سنة 2008 إلى 0.12% سنة 2015، أما تيلندا ارتفعت حصتها من 0.04% إلى 0.09% لنفس الفترة.

خلاصة الفصل الثالث:

إن الأزمات المالية الذي تعرضت لها العديد من المناطق في العالم، عرفت معظمها طريقها للانتشار إلى أقطار أخرى خاصة مع تزايد الترابط الدولي نتيجة الانفتاح التجاري والتحرير المالي، فأزمة دول جنوب شرق آسيا بدأت من تيلندا قبل أن تنتقل إلى باقي الأقطار الآسيوية، كما وجد أن للأزمة المالية التي ضربت المكسيك سنة 1994 دور في أزمة دول جنوب شرق آسيا، ذلك أن الأموال الساخنة (رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية) والتي فاقمت الأزمة المالية في المكسيك بمرورها المكثف اتجهت في تلك الفترة نحو أسواق جنوب شرق آسيا، قبل أن تحدث نفس الأثر تقريبا فقد كان لها الدور الكبير في تفاقم الأزمة في هته الدول نتيجة اتباع سلوك القطيع والهروب المكثف من الأسواق التي تعاني اضطرابات أو أي شكوك.

تحولت أزمة قطاع الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007 لتصبح أزمة واسعة النطاق شملت السيولة، والشركات الناشطة في القروض العقارية، ومن ثم المؤسسات المالية التي تورطت بتداول العقارات المؤمنة بالسندات الورقية، وبدأت الأزمة في الاتساع لتصبح أزمة عالمية سنة 2008، مؤثرة في أغلب النشاطات الاقتصادية في العالم، وبدرجة أكبر في القطاعات المالية فقد أدت إلى نقص في السيولة وانخفاض قيمة الأصول المالية، وانحيار العديد من البورصات والبنوك وشركات التأمين.

كما أدت الأزمة المالية العالمية إلى إعادة توزيع ولو جزئي للقوة لاقتصادية في العالم، فلقد كانت تداعياتها متفاوتة على مختلف مناطق العالم، ويظهر ذلك من خلال التغيرات الجوهرية في اتجاهات الحركة الدولية لرؤوس الأموال، خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر، وبدرجة أقل الاستثمار المحفظي.

عرفت حركة الاستثمار الأجنبي المباشر تذبذبات في السنوات التي تلت الأزمة، لكنها انتعشت في سنة 2010 و2011 وعادت لتعرف تراجعاً سنة 2012، كما عرف الاستثمار الأجنبي المباشر تحولا هاما في التوزيع الجغرافي على مناطق العالم، فبعدها كانت الدول المتقدمة تستقطب النسبة الأكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي لا تقل عن 65% قبل الأزمة المالية، بدأت هذه النسبة في التراجع بداية من سنة 2007، بالتزامن مع ذلك ارتفعت حصة الدول النامية لتقترب من نظيرتها الدول المتقدمة، قبل أن تتجاوزها سنة 2014.

إن التطور الهائل في حجم استثمارات المحفظة في العالم تعرض لانتكاسة سنة 2008، تحت تأثير الأزمة المالية العالمية، فبعد سلسلة من النمو المتسارع والمستمر من 2001 إلى أن وصل لمستويات قياسية سنة 2007 عند 39.3 تريليون دولار، تراجع إلى 31 تريليون دولار سنة 2008، قبل أن يستعيد نموه في السنة الموالية، لكن

فترة ما بعد الأزمة إلى غاية سنة 2015، تميزت بعدم الثبات وعرفت تذبذبا في نمو حركة الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على المستوى الدولي، فتارة ترتفع وتحقق نمو سنويا إيجابيا، لتعاود التراجع في السنة الموالية، كما عرفت السنوات التي تلت الأزمة تحسنا ملحوظا في نصيب الدول النامية والدول الناشئة من الحركة الدولية لرؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حساب تراجع نسبي لمكانة المراكز المالية الكبرى.

الفصل الرابع:

دراسة قياسية لحددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال باستخدام بيانات بانل

مقدمة الفصل الرابع:

تقر النظرية الاقتصادية بأن الحركة الدولية لرؤوس الأموال ترتبط بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والسياسية والمؤسسية التي تشكل مناخ الأعمال أو بيئة الاستثمار الأجنبي، كما أثبتت الدراسات التطبيقية علاقة حركة الاستثمار الأجنبي بنوعيه، بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وحتى وإن لم تتفق على تحديد هذه المتغيرات بدقة.

إن استخدام تقنيات القياس الاقتصادي تساعد على تحديد قوة ونوعية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، ولقد أدى التطوير المستمر في هذه التقنيات إلى زيادة دقة وموثوقية نتائجها، فتطوير نماذج بانل التي تجمع بين البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية قلل من مشاكل القياس المرتبطة بعدم التجانس، وتطوير نماذج مبنية على كم معتبر من المعطيات.

نتطرق في هذا الفصل لماهية نماذج البانل ونستخدم هذه التقنية في بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من الدول النامية خلال الفترة (2000-2014)، ونظرا لكون المناخ الاقتصادي يختلف فيما بين الدول، نقدر نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عينة من الدول المتقدمة لنفس الفترة ونقارن بين النتائج.

يتم كذلك محاولة بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي من خلال بيانات العينتين السابقتين، نموذج خاص بعينة الدول النامية، ونموذج لعينة من الدول المتقدمة.

المبحث الأول: تحليل نماذج بيانات بانل.

اكتسبت نماذج البانل أهمية كبيرة خصوصاً في الدراسات الاقتصادية، نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن و اثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، على حد سواء، الكامن في بيانات عينة الدراسة، والمقصود ببيانات البانل هي المشاهدات المقطعية، مثل الدول أو الأسر أو السلع... الخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية. ويعود أساس هذه النماذج إلى تحليل التباين والتباين المشترك والتي تسمى كذلك بالنماذج ذات الأثر الثابت؛ أما أول استعمال لنماذج بانل يعود إلى القرن التاسع عشر وكان ذلك في ميدان علم الفلك و في علم الزراعة وفي هذه الأخيرة استعمل من أجل معرفة المردودية الزراعية حسب أنواع الأسمدة¹.

المطلب الأول: تعريف ومزايا نماذج البانل.

حينما يكون لدينا مشاهدات متاحة لعدة وحدات أو أعوان اقتصادية، مثل: الأسر، والمؤسسات، والدول، وغيرها خلال فترة زمنية محددة، فإنه في الغالب يجب إتباع أساليب معينة لدمج البيانات، فإذا كانت هناك إمكانية بقاء المعالم ثابتة عبر الزمن، نستطيع اعتبار جميع مثل هذه البيانات المقطعية عن الوحدات الاقتصادية مناسبة للحصول على مقدرات لمعلومات في النموذج تتسم بالكفاءة، وتسمى البيانات التي تجمع بين البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية بالبيانات المجمعة (بيانات بانل).

أولاً - تعريف نماذج بنال:

تعرف بيانات بانل على أنها مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة، حيث تشمل المشاهدات المقطعية الدول، المقاطعات، المؤسسات، الخ، ولغرض توضيح مفهوم البيانات الطولية سوف نفرض بأنه لدينا دراسة حول مقدار الاستهلاك (X) ولخمسة أسر ومقدار الدخل كمتغير تابع (Y) كمتغير

¹ صواليبي صدر الدين، النمو و التجارة الدولية في الدول النامية، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر 2006، ص92.

استجابة ولثلاث سنوات (2010، 2009، 2011) يوضح الجدول التالي كيفية عرض بيانات بانل في مثالنا هذا¹.

الجدول رقم (4-1): أسلوب عرض البيانات في نماذج بانل

الأسر	السنوات	مقدار الاستهلاك (Y)	مقدار الدخل (X)
A	2009	$Y_{A,2009}$	$X_{A,2009}$
	2010	$Y_{A,2010}$	$X_{A,2010}$
	2011	$Y_{A,2011}$	$X_{A,2011}$
B	2009	$Y_{B,2009}$	$X_{B,2009}$
	2010	$Y_{B,2010}$	$X_{B,2010}$
	2011	$Y_{B,2011}$	$X_{B,2011}$
:	:	:	:
:	:	:	:
E	2009	$Y_{E,2009}$	$X_{E,2009}$
	2010	$Y_{E,2010}$	$X_{E,2010}$
	2011	$Y_{E,2011}$	$X_{E,2011}$

تجمع بيانات بانل بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما بيانات السلسلة الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، في حين بيانات بانل تصف سلوك مجموعة من الأفراد

¹ زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد (21) 2012، ص ص 286-287، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net>، تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2016.

خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة¹.

ثانيا - مزايا نماذج بانل:

وتبرز أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية²، الناتج مثلا عن تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسة أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي. و في الواقع التطبيقي فإن نماذج البانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينها، لأن كل واحد من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس لبيانات المقطع العرضي هو حذف معلومات ثابتة نسبيا من الوحدات الفردية.

إن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات البانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، فيمكن مشاهدة عددا كبيرا من الوحدات على فترات زمنية قد تكون كبيرة أيضا، ومن مزايا الحجم الكبير للعينة هو الحصول على مقدرات للمعلمات تملك خصائص تقاربية مرغوبة (أي قريب من القيمة الحقيقية للمعلمات) ومن جهة أخرى فإن العدد المرتفع للملاحظات يرفع من درجات الحرية مما يزيد من كفاءة المقدرات و يجعل تمييز المقدرات وتباينها يؤولان إلى الصفر، كما إن استخدام معطيات البانل سيجب لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي.

¹ جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة تلمسان 2013، ص 299، عن:

Dielman, Pooled Cross Sectional and Time Series Data Analysis, Texas Chirstian University, USA 1989, p2.

² عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الاسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات اقتصادية اسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، مجلد 16، العدد 1، السعودية 2010، ص 17،

المطلب الثاني: النماذج الأساسية لبيانات البانل.

النموذج الأساسي للبيانات البانل يأخذ الشكل التالي¹:

$$Y_{it} = a_i + X'_{it}B_{ki} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

Y_{it} : تمثل قيمة المتغير التابع للوحدة i عند الفترة الزمنية t ، i : الوحدة (الدولة، القطاع.....الخ)، t : الزمن، a_i : الحد الثابت الخاص بالوحدة i ويمثل الأثر الفردي الخاص بكل وحدة، X'_{it} : قيمة المتغيرة المستقلة للوحدة i في الفترة t ، B_{ki} : معاملات الانحدار، k : عدد المتغيرات المستقلة، u_{it} : حد الخطأ.

إن طبيعة المعلمات a ، B تحدد طبيعة النموذج المستخدم ونفرد بين عدة حالات:

- نموذج بنال متجانس (نموذج الانحدار المجمع) (PRM): وهو النموذج الذي يكون فيه تطابق الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلمات β_i بالنسبة لكل وحدات المقطع (الدول في هذه الحالة).

- نموذج بنال غير متجانس: نفرق هنا بين نموذجين.

* نموذج الآثار الثابتة (FME): ويستخدم هذا النموذج في حالة تطابق شعاع المعلمات β_i في حين أن الحد الثابت α (الأثر الثابت) أي أن النموذج يسمح بوجود قواطع تتفاوت حسب كل مقطع (دولة)، أو حسب كل فترة زمنية (كل سنة)، وذلك من أجل إحتواء العوامل والآثار غير الملحوظة، سواء أكانت ذات بعد مقطعي أم زمني.

* نموذج الآثار العشوائية (REM): ويستخدم هذا النموذج في حالة تطابق شعاع المعلمات β_i في حين أن الأثر الثابت α يختلف من دولة (مقطع) إلى أخرى وهي على عكس ما هي عليه في نموذج الآثار الثابتة فهي غير ثابتة بالنسبة لكل مقطع وتتغير عبر الزمن فالآثار الفردية لكل مقطع عبارة عن متغيرات عشوائية تخضع لتوزيع احتمالي له وسط حسابي وانحراف معياري وتضاف في حد الخطأ العشوائي للنموذج.

- أما في حالة عدم تطابق المعلمات β_i في هذه الحالة يوجد N نموذج مختلف ونرفض صياغة السلسلة في شكل بيانات بانل.

¹ Badi H Baltagi, Econometric analysis panel data, Third edition, England 2005, p25.

أولاً - نموذج الانحدار المجمع (PRM):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات بانل حيث تكون فيه جميع المعاملات β_i α_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يُهمل أي تأثير فردي للوحدات، ويُهمل أي تأثير للزمن) ويأخذ النموذج الصياغة التالية:

$$Y_{it} = a + X'_{it} B_k + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

ويفترض هذا النموذج تجانس تباينات حدود الخطأ العشوائي بين الوحدات محل الدراسة ($\sigma_i^2 = \sigma_j^2$)، وتباين مشترك (تغاير) معدوم $cov(u_{it}, u_{js}) = 0$ ، حيث أن: $(i \neq j)$ ، كما يفترض هذا النموذج أنه يفي بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد¹، وتمثل فرضيات نموذج الانحدار المتعدد والخاصة بالحد العشوائي في:

$$E(u) = 0 -$$

$$var(u) = \sigma^2 I \text{ (ثبات التباين).} -$$

$$E(u_{it}, u_{js}) = 0 \text{ حيث أن: } (i \neq j), \text{ أي أن الأخطاء غير مرتبطة فيما بينها.} -$$

$$E(x_i, u_i) = 0 \text{ أي أن المتغيرات المفسرة غير مرتبطة بالخطأ العشوائي.} -$$

$$u \rightarrow N(0, \sigma^2 I) -$$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في النموذج، بعد أن ترتب القيم الخاصة بمتغير التابع والمتغيرات المفسرة بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبحجم مشاهدات مقداره

$$2. (N * K)$$

* PRM: Pooled Regression Model.

¹ مجدي الشوربجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، 13 و14 ديسمبر 2011، ص 15.

² زكريا يحي الجمال، المرجع السابق، ص 271.

ثانيا - نموج الآثار الثابتة (FME):

يفترض أن الأثر الفردي (الحد الثابت α_i) يتغير بأسلوب ثابت (سواء كل مقطع أو حسب كل فترة زمنية أو كليهما) وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معا لنموذج البانل لذلك يمكننا تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن.

يمكن تقسيم هذا النوع من النماذج إلى:¹

1- نموذج ذو أثر ثابت متعلق بالأفراد: يتمثل هذا النوع من النماذج في ثبات معامل المتغيرة المستقلة، بينما المعامل الثابت يتغير من فرد إلى آخر أي من دولة إلى أخرى، أي رغم عدم وجود أثر الزمن يوجد أثر آخر يتمثل في الأثر الفردي.

2- نموذج ذو أثر ثابت متعلق بالزمن: يتمثل هذا النوع من النماذج في ثبات معامل المتغيرة المستقلة، بينما تغير المعامل الثابت متعلق بالزمن، أي أنه لا يوجد فرق بين الأفراد (الدول) ولكن العامل الزمني هو الذي يؤدي إلى التفرقة ما بين هذه الدول.

3- نموذج ذو أثر ثابت متعلق بالزمن وبالأفراد: يتمثل هذا النوع من النماذج في ثبات معامل المتغيرة المستقلة، بينما يتغير العامل الثابت متعلق بالزمن، ويتغير الأفراد (الدول).

يلاحظ في نموذج الآثار الثابتة (FEM) أن هناك فروق واضحة، وعدم تجانس بين الوحدات المقطعية يظهر في اختلاف الحد الثابت، لذلك تعتبر α_i مجهولة ويراد تقديرها. إن القيم المقدرة لمعاملات هذا النموذج الناتجة عن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية سوف تكون متحيزة نتيجة عدم التجانس بين الوحدات المقطعية.

ولعلاج هذه المشكلة يأخذ في الاعتبار الاختلافات وعدم التجانس بين المقاطع من خلال استخدام المتغيرات الصورية بعدد (n - 1) لتمثيل المقاطع (الدول) و (t - 1) لتمثيل الفترات الزمنية (السنوات)،

¹ صواليبي صدر الدين، المرجع السابق، ص94، عن:

Robert Yaffee, A primer for panel data analysis, Sociale science, Statistique and mapping, New York University, Novembre 2003, p3-4.

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير النموذج الذي أضيفت له المتغيرات الصورية، وتسمى بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية¹ (LSDV*). ويأخذ هذا النموذج واحدة من الصيغ التالية:

$$Y_{it} = D_i + X'_{it}B + u_{it} \quad \text{- نموذج تأثيرات ثابتة خاصة بالأفراد (المقطع):}^2$$

حيث D_i : متغير وهمي للمقطع (الدولة) يأخذ القيمة 1 إذا كان المراد معرفة الحد الثابت للمقطع المقصودة ($i = j$) والقيمة صفر إذا كان المراد معرفة قيمة الحد الثابت لدولة أخرى ($i \neq j$).

$$Y_{it} = \alpha_i + D_t + X'_{it}B + u_{it} \quad \text{- نموذج تأثيرات ثابتة خاصة بالزمن:}^3$$

حيث D_t : متغير صوري خاص بالزمن يشمل التأثيرات الخاصة بالزمن.

ويعتمد نموذج الآثار الثابتة على افتراض، مفاده أن هذه الآثار الخاصة بالمقطع، أو تلك الخاصة بالسنوات مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو على الأقل بإحداها.⁴

مع الانتباه لان حد الخطأ العشوائي يجب أن يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي للأخطاء خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.⁵

ثالثا - نموذج الآثار العشوائية (RME):

يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الحد α_i (الآثار المقطعية والزمنية) على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة أي عكس نموذج التأثيرات الثابتة، فمماذج التأثيرات الثابتة تعتبر الأثر الفردي كإحرف معلمتين لدالة الانحدار ناتج عن اختلاف القاطع بين الوحدات فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تأخذ قاطعا مختلفا، وفي هذه الحالة يكون الأثر الفردي مرتبطا مع المتغيرات المستقلة وبذلك يحسب الاختلاف داخل كل مجموعة بأخذ انحراف مشاهدات السلسلة الزمنية للوحدة i عن متوسطها ومن ثم يدرج الاختلاف لكل

* LSDV: Least Squares Dummy Variable.

² William H Green, Econometric Analysis, 5^{em} Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 2007, p351.

³ Ibid, P360.

⁴ عابد العبدلي، المرجع السابق، ص19.

⁵ Badi H. Baltagi, Econometrics, fourth edition, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2008, p296.

وحدة في النموذج، وبالتالي يدعى نموذج الأثر الفردي بالمقدرة ضمن الوحدات. في حين أن منهج الآثار العشوائية يعتبر أعم وأشمل من الأثر الثابت فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي، بحيث ينظر إلى الأثر الثابت كحالة خاصة ضمن الأثر العشوائي، لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات.

يشار إلى حالة وجود الآثار الزمنية والمقطعية معا في نموذج الآثار العشوائية، بنموذج مكونات الخطأ أو مكونات التباين.¹ ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي: وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية.

يعامل الحد الثابت a في نموذج التأثيرات العشوائية كمتغير عشوائي له توقع رياضي وتباين ويأخذ

$$a = a_i + v_t \quad \text{حيث: الشكل التالي:}$$

a_i : الآثار الخاصة الفردية. v_t : الآثار الخاصة الزمنية.

تضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، ولذلك يصبح حد الخطأ العشوائي في النموذج كالتالي: $U_{it} = a_i + v_t + \epsilon_{it}$ ويأخذ نموذج التأثيرات العشوائية الشكل التالي:

$$Y_{it} = a_i + X'_{it}B + v_t + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

المتغيرات: a_i ، v_t ، ϵ_{it} يجب أن تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي للأخطاء خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة، وليس هناك ارتباط مع المتغيرات المستقلة أي:

$$\epsilon_{it} \rightarrow N(0, \sigma_\epsilon^2) \quad v_t \rightarrow N(0, \sigma_v^2) \quad a_i \rightarrow N(0, \sigma_a^2)$$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) لتقدير النموذج التأثيرات العشوائية، ويتم ذلك

$$Y^* = Y_t - \rho Y_{t-1} \quad \text{من خلال تحويل المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كالتالي:}^2$$

$$X^* = X_t - \rho X_{t-1}$$

¹ عابد العبدلي، المرجع السابق، ص 19.

² William H Green, op-cit, p382.

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير معلمات نموذج انحدار Y^* على X^* وهو:

$$Y_{it}^* = a_i^* + X_{it}^* B + \mu_{it}$$

$$a_i^* = a_i(1 - \rho) \text{ حيث:}$$

$$\mu_{it} = v_t + \epsilon_{it} \text{ يعبر عن الخطأ المركب. } \rho \text{ :معامل الارتباط الذاتي.}$$

المطلب الثالث: اختبارات التحديد والمفاضلة بين النماذج الأساسية لبيانات بانل.

تتمثل أول خطوة في فحص خصوصية التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات، من خلال اختبار تساوي معلمات النموذج في البعد الفردي، أي اختبار في ما إذا كان النموذج متطابق بالنسبة لكل المقدرات أو لا، ومن ثم اختيار النموذج وطريقة التقدير المناسبة للبيانات المدروسة بناء على مجموعة من الاختبارات الإحصائية.

أولاً - اختبار التجانس لهسيو (Hsiao):

يهدف هذا الاختبار إلى معرفة في ما إذا كانت معلمات النموذج المقدر متجانسة أو لا، فإذا افترضنا نموذج بانل التالي:

$$Y_{it} = a_i + X'_{it} B_{ki} + u_{it} \dots \dots \dots (1)$$

مع افتراض أن حد الخطأ العشوائي u_{it} يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي للأخطاء خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة، كما يفترض أن معلمات النموذج a_i و B_i يمكن اختلافها في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن، لذلك بإمكان هذا النموذج أن يأخذ عدة صيغ ممكنة كالتالي¹:

- تساوي الثوابت a_i وتطابق شعاع المعلمات B_i وفي هذه الحالة نحن أمام سلسلة متجانسة.

¹ Hsiao, C, 1986, Analysis of Panel Data , Econometric Society Monographs N° 11, Cambridge University Press, p 52.

- اختلاف الثوابت a_i واختلاف شعاع المعلمات B_i حسب الأفراد، وفي هذه الحالة يكون لكل مفردة نموذج خاص بها (يوجد N نموذج) ولا يمكن في هذه الحالة تجميع السلاسل في شكل بيانات مقطعية (بنال).
- تساوي الثوابت a_i واختلاف شعاع المعلمات B_i ، وفي هذه الحالة كذلك يكون لدينا N نموذج مختلف كما في الحالة السابقة.
- اختلاف الثوابت a_i وتطابق شعاع المعلمات B_i للأفراد، لنحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الفردية.

يختبر هسباو تطابق أو اختلاف المعلمات a_i و B_i على مراحل:

المرحلة الأولى - اختبار التجانس الكلي:

يكون ذلك من خلال اختبار فيما إذا كان النموذج متجانسا تماما، أي:

$$H_0: a_i = a \quad B_i = B$$

ويستخدم اختبار فيشر للإحصائية التالية:¹

$$F_c^1 = \frac{(SSR_{PRM} - SSR) / [(n-1)(k+1)]}{SSR / [n(t-1)(k+1)]} \rightarrow F_{(n-1)(k+1), n(t-1)(k+1)}$$

حيث:

- k : عدد المعلمات المقدرة، SSR_{PRM} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المتجانس (الانحدار المجمع).
- SSR : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج غير المتجانس.

نتيجة الاختبار تكون من خلال المقارنة بين احصائية فيشر المحسوبة F_c^1 ، واحصائية فيشر المجدول F_T عند درجتي حرية $(n-1)(k+1)$ و $n(t-1)(k+1)$ على الترتيب.

¹ Regis Bourbonnais, Econométrie, 7ème édition, Donod, Paris 2009, p332.

فإذا كانت: $F_c > F_T$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي أن النموذج غير متجانس، وفي هذه الحالة نتقل للمرحلة الثانية.

المرحلة الثانية - اختبار تجانس المعلمات B_i :

تتمثل في اختبار تطابق شعاع المعلمة B_i أي:

$$H_0: B_i = B \dots \dots \dots \forall i \in [1 - N]$$

ويتم استخدام اختبار فيشر كذلك من خلال الإحصائية التالية:

$$F_c^2 = \frac{(SSR_{PRM} - SSR) / [(n-1)k]}{SSR / [n(t-1)(k+1)]} \rightarrow F_{(n-1)(k+1), n(t-1)(k+1)}$$

ويتم اتخاذ القرار من خلال المقارنة بين إحصائية فيشر المحسوبة F_c^2 ، وإحصائية فيشر الجدول F_T عند درجتي حرية $(n-1)k$ و $n(t-1)(k+1)$ على الترتيب.

فإذا كانت:

$F_c > F_T$ نقبل H_1 ونرفض H_0 ففي هذه الحالة لا يمكن بناء نموذج بانل لجميع الأفراد، ويوجد N نموذج.

أما في الحالة العكسية عندما تقبل H_0 أي تجانس المعلمات B_i فإننا يمكننا بناء نموذج بانل ونتقل للمرحلة التالية.

المرحلة الثالثة - اختبار تجانس الثوابت:

بعد التأكد من تطابق شعاع المعلمات B_i ، نتقل لإختبار تساوي الثوابت الفردية، أي:

$$H_0: a_i = a \dots \dots \dots \forall i \in [1 - N]$$

ويتم استخدام اختبار فيشر كذلك من خلال الإحصائية التالية:

$$F_c^3 = \frac{(SSR_{PRM} - SSR_{FME}) / (n-1)}{SSR_{FME} / [n(t-1) - k]} \rightarrow F_{n-1, n(t-1)-k}$$

حيث:

SSR_{FME} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج التأثيرات الثابتة.

فإذا كانت:

$F_c > F_T$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي أن التأثيرات الفردية غير ثابتة، وفي الحالة العكسية عندما نقبل H_0 فنحن أمام نموذج التأثيرات الثابتة.

ثانياً - اختبارات التحديد:

بعد التأكد من أن المعطيات يمكن معالجتها في شكل بيانات بانل، تأتي الخطوة الموالية وهي المفاضلة بين نماذج بنال ومن ثم طريقة التقدير الأنسب.

أ- اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار المجمع (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FME): وكما ذكرنا سابقاً فإن المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونماذج التأثيرات الفردية سواء كانت ثابتة أو عشوائية يتم باستخدام اختبار فيشر F_c^3 ، والتي يمكن أن نصيغها باستخدام معاملات التحديد بدلا من مجموع مربعات البواقي لتأخذ الصياغة التالية:¹

$$F_c = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2) / (n-1)}{(1 - R_{FEM}^2) / [n(t-1) - k]} \rightarrow F_{n-1, n(t-1)-k}$$

حيث:

R_{FEM}^2 : يمثل معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة. R_{PRM}^2 : يمثل معامل التحديد لنموذج الانحدار المجمع.

¹ William H Green, op-cit, P278.

ب- اختبار المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية (RME) ونموذج الانحدار المجمع (PRM): يتم المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية اختبار ونموذج الانحدار المجمع أو بالأحرى اختبار وجود الآثار العشوائية باستخدام اختبار "برش و باقن" (Breusch et Pagan)، يعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاقرانج المتعلق بالأخطاء u_{it} الناتجة عن طريقة المربعات الصغرى العادية لنموذج الانحدار المجمع حيث اختبار فرضية العدم والبديلة كما يلي :

$$H_0: \sigma_{\mu}^2 = 0$$

$$H_0: \sigma_{\mu}^2 \neq 0$$

وإحصائية الاختبار صياغتها كالتالي:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T u_{it})^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T u_{it}} \right] \rightarrow \chi_1^2$$

- تتبع الإحصائية LM لتوزيع كاي تربيع بدرجة حرية (1).

- يتم اتخاذ القرار من خلال المقارنة بين قيمة LM والقيمة الجدولية لتوزيع كاي تربيع عند درجة حرية تساوي واحد حيث $\chi_1^2 = 3,84$ عند مستوى معنوية 5%)، فإذا كانت $LM > 3,84$ نرفض H_0 ونقبل الفرضية البديلة أي وجود الآثار العشوائية.

ج- اختبار المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية (RME) ونموذج التأثيرات الثابتة (FME): تتم المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية من خلال اختبار هوسمان (Housman 1978)، حيث - فرضيات الاختبار هي:

$$H_0: E(u_i - x_{it}) = 0 \leftarrow \text{نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.}$$

$$H_1: E(u_i - x_{it}) \neq 0 \leftarrow \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.}$$

- إحصائية الاختبار هي:¹

$$H = (\hat{b}_{FME} - \hat{B}_{RME})' [Var(\hat{b}_{FME}) - Var(\hat{B}_{RME})]^{-1} (\hat{b}_{FME} - \hat{B}_{RME}) \rightarrow \chi^2_{k-1}$$

حيث:

\hat{B}_{GLS} : تمثل مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (REM) وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS).

\hat{b}_{lsdv} : تمثل مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FME) وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بعد إدخال المتغيرات الصورية على النموذج (LSDV).

- يتم اتخاذ القرار بناء على المقارنة بين القيمة المحسوبة لإحصائية هوسمان H والقيمة الجدولية لتوزيع كاي مربع عند درجة حرية $(k - 1)$ ، فإذا كانت $H > \chi^2_{k-1}$ نقبل الفرضية البديلة H_1 والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

وعموما فإن خصائص البيانات المتوفرة تحدد النموذج الملائم لها، فمثلا:

- إذا كانت T (طول السلاسل الزمنية) كبيرة، و N عدد البيانات المقطعية (عدد الأفراد) قليلة، فإنه يفضل استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

- عندما تكون T صغيرة و N كبيرة ولم يتم سحبها بطريقة عشوائية من عينة أكبر، فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

- عندما يكون حد الخطأ العشوائي u_{it} مرتبط مع أحد المتغيرات المفسرة، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يعطي مقدرات متحيزة، لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون ملائما في هذه الحالة.

المطلب الرابع: دراسة استقرارية بيانات البانل

إن اختبارات الجذور الأحادية والتكامل المتزامن لبيانات البانل تعطينا نتائج أفضل من السلاسل الزمنية، الفردية ذلك لأن قوة الاختبار تزداد مع تزايد حجم العينة، بحيث يعتبر إضافة البعد الفردي إلى البعد

¹ Regis Bourbonnais, op-cit, p 392.

الزمني ذات أهمية في تحليل السلاسل الزمنية غير المستقرة فمعطيات البانل تسمح بالعمل على عينة صغيرة من ناحية السياق الزمني واتساع البيانات من ناحية السياق الفردي، وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية، ذلك لأنها تتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معا والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية، ويميز بين جيلين من اختبارات جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية، فاختبارات الجيل الأول تفترض استقلالية بين بواقي الأفراد، في حين اختبارات الجيل الثاني تفترض الارتباط بين الأفراد.

وتتمثل أهم اختبارات الجيل الأول في:¹

- اختبار جذر الوحدة ADF لمعطيات البانل.
- اختبار Levin, Lin and Chu (1993 - 2002).
- اختبار Hanis and Tzavalis 1999.
- اختبار Im, Pesaram and Shin (1997-2003).
- اختبار Wu and Maddala 1999.
- اختبار Choi 1999.
- اختبار Hadri 2000.
- اختبار Henin, Jolivaldt and Nguyen 2001.

أما أهم اختبارات الجيل الثاني فهي:²

- اختبار Bai and Ng 2001.
- اختبار Moon and Perron 2004.
- اختبار Phillips and Sul 2003.
- اختبار Pesaran 2003.
- اختبار Choi 2002.
- اختبار O'connell 1998.
- اختبار Chang (2002-2004).

¹ Christophe Hurlin et Valerie Mignon, , Synthèse de tests de racine unitaire sur données de panel, Université d'Orléans, Janvier 2005, p 02.

² Christophe Hurlin, op-cit, P278.

نعرض في ما يلي خطوات بعض هذه الاختبارات.

أولاً - اختبار جذر الوحدة ADF لمعطيات البانل:

يستخدم هذا الاختبار إحصائية P-value من اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية لكل فرد أو وحدة مقطعية (cross-section)، وتكون إحصائية الاختبار من الشكل¹:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_{it} + \rho_i Y_{i,t-1} + d_0 \bar{y}_{t-1} + d_1 \Delta \bar{Y}_t + \varepsilon_{it}$$

حيث أن \bar{Y}_t هي المتوسط عبر الزمن t لكل المشاهدات N ، ووجود متوسط الوحدات المقطعية مؤخرًا مع فرقه الأول في المعادلة هو من أجل معرفة وجود الارتباط بين الوحدات المقطعية.

وتتبع إحصائية الاختبار توزيع $N \chi^2$ ذو درجة حرية $2N$ ، وهناك فائدة كبيرة من هذا الاختبار وهي أنه يمكنه التعامل مع معطيات البانل غير الموزونة، وعلاوة على ذلك فإن اختبارات ديكي فولر المطور تسمح باستخدام تأخيرات مختلفة في انحدارات ADF الفردية كما يمكن تطبيقها على أي اختبارات جذر الوحدة الأخرى. كما أن لهذا الاختبار مزايا أخرى منها:

- أن البعد N أي عدد الوحدات المقطعية أو الأفراد يمكن أن يكون محدود أو غير محدود.
- أي مجموعة يمكن أن يكون لها أنواع مختلفة من المركبات العشوائية أو غير العشوائية.
- بعد السلاسل الزمنية T يمكن أن يكون مختلف لكل فرد أو وحدة مقطعية i .
- الفرضية البديلة تسمح بأن يكون لبعض المجموعات أو الأفراد جذر وحدة وللبعض الآخر لا.

ثانياً: اختبار Levin, Lin and Chu (1993 - 2002):

يستند هذا الاختبار على افتراضين: تجانس جذر الانحدار الذاتي، والاستقلال بين الأفراد. إجراء الاختبار مستوحى من اختبار المقدم في نماذج ديكي فولار الصاعد (ADF) في السلاسل الزمنية.

وتستعمل ثلاثة نماذج لإجراء هذا الاختبار:¹

¹ Badi H. Baltagi, op-cit, p382.

$$\Delta Y_{it} = \beta_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k \gamma_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad \text{النموذج الأول:}$$

$$\Delta Y_{it} = a_{it} + \beta_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k \gamma_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad \text{النموذج الثاني:}$$

$$\Delta Y_{it} = a_{it} + \delta_i t + \beta_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k \gamma_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad \text{النموذج الثالث:}$$

تصاغ فرضيات اختبار النماذج الثلاثة كالتالي:

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho < 0$$

$$H_0: \rho = 0, \quad \text{et } a_i = 0, \quad \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1: \rho < 0, \quad \text{et } a_i \in R, \quad \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_0: \rho = 0, \quad \text{et } \delta_i = 0, \quad \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1: \rho < 0, \quad \text{et } \delta_i \in R, \quad \forall i = 1, 2, \dots, N$$

إحصائية الاختبار (LLC) هي:

$$t_p^* = \frac{1}{\sigma_{m\hat{T}}^*} \left[t_p - \frac{NT\hat{S}_n}{\hat{\sigma}_\varepsilon^2} \hat{\sigma}_{\hat{p}} \mu_{m\hat{T}}^* \right] \rightarrow N(0,1)$$

حيث:

- $\mu_{m\hat{T}}^*, \sigma_{m\hat{T}}^*$: تمثل مكونات تصحيح الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي على الترتيب، وقيم هذين المقياسين مقدمة في جداول (LLC) معدة تحت فرضية انعدام ρ_i وهو ما لا يسمح بظهور أثر التأخيرات على النتائج؛
- \hat{S}_n : متوسط نسبة التباين طويل المدى للنموذج (Ω_i^2) على تباين المدى البواقى الفردية قصير $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ ؛
- $\hat{T} = T - \hat{p} - 1$ و \hat{p} : مقدر p باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)؛

¹ Levin. A, Lin .C and Chu. C, Unit root test in panel data Asymptotic and finite sample properties, Journal of Econometrics 108, Paris 2002, p 24.

• $\sigma_{\epsilon_i}^2$: مقدر تباين ϵ_i ، σ_p^2 : مقدر تباين المعلمة p .

القرار: إذا كان $t_p^* < -1,64$ نقبل الفرضية H_0 لعدم وجود جذر الوحدة لكل أفراد البانل.

ثالثا - اختبار Im, Pesaran and Shin (2003-1997):

يرتكز هذا الاختبار على فرضية استقلالية الأفراد عن بعضها، وعلى خلاف الاختبار السابق (LLC) يسمح هذا الاختبار بعدم تجانس قيم ρ (جذر الانحدار الذاتي) تحت الفرضية البديلة H_1 ، والنموذج المقدم بوجود أثر الأفراد وغياب أثر الزمن يكون على الشكل:¹

$$\Delta Y_{it} = a_{it} + \rho_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k \beta_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + \epsilon_{it}$$

تصاغ فرضيات اختبار (IPS) بالشكل التالي:

$$H_0: \rho_i = 0 \quad \forall i = N_1 + 1, N_2 + 2, \dots, N$$

$$H_1: \rho_i < 0 \quad \forall i = 1, 2, \dots, N_1 \quad (0 < N_1 < N)$$

يرتكز IPS على اختبارات منفصلة لجذر الوحدة من أجل N فرد، وترتكز على اختبار ديكي فولر المطور ADF متركزا عبر مجموعات الأفراد، وإحصائية الاختبار كالتالي:

$$Z_{IPS} = \frac{\sqrt{N} \left[t_{barNT} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E(t_{pit}) \right]}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{Var}(t_{pit})}} \rightarrow N(0,1)_{(T,N) \rightarrow \infty}$$

بحيث:

- $t_{barNT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{pit}$
- t_{barNT} متوسط الإحصائيات الفردية لاختبار ديكي فولر (ADF)؛
- t_{pit} تمثل الإحصائية الفردية والتي تتعلق بإحصائية ستودنت عند فرضية العدم:

¹ Im. K. S, Pesaran. M and Shin. Y, Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels, revised version of DAE, Working paper 9526, University of Cambridge 2003, p 53.

بالنسبة لـ i مفردة؛ $(H_0: \rho_i = 0)$

• $E(t_{pit})$ و $Var(t_{pit})$ تحسب باستخدام محاكاة العديد من قيم البعد الزمني T ودرجة الانحدار ρ_i ؛

• Z_{IPS} : إحصائية معيارية تتبع القانون الطبيعي $N(0,1)$ عندما $(T, N) \rightarrow \infty$.

القرار: إذا كان كل من $Z_{IPS} < -1,64$ و $t_{pit} < -1,64$ نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة H_1 بوجود جذر الوحدة وعدم استقرار سلسلة بانل.

المبحث الثاني: تحليل متغيرات الدراسة.

يعتبر متغيري الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار المحفظي كمتغيرين تابعين في هذه الدراسة، ويعتمد تحديد المتغيرات المفسرة لسلوك المتغيرين التابعين على ما تقره النظرية الاقتصادية وما أثبتته الدراسات والنماذج الاقتصادية السابقة، كما يعتبر جمع ومعالجة المعطيات الإحصائية من الأهمية بما كان، قبل استخدامها في النمذجة القياسية.

المطلب الأول: اختيار العينة وتحديد متغيرات الدراسة.

لا يمكن إجراء دراسة قياسية للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي باستخدام معطيات كافة الدول، لذلك عمدنا لاختيار عينة من الدول النامية وعينة من الدول المتقدمة على أن يتم التقدير باستخدام معطيات كل مجموعة على حدى، أي استخدام معطيات عينة الدول النامية بصفة مستقلة عن معطيات الدول المتقدمة، لكون أن محددات الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي تختلف بين الدول المتقدمة والدول النامية.

أولاً - اختيار العينة:

تم اختيار عينة تتكون من 17 دول متقدمة و 20 دولة نامية، وتوقف الاختيار على توفر المعطيات الإحصائية للمتغيرات المراد دراستها خلال الفترة (2000-2014)، تتمثل الدول المتقدمة في 14 دولة

أوربية (النمسا، ألمانيا، إسبانيا، فنلندا، فرنسا، المملكة المتحدة، اليونان، أيرلندا، إيطاليا، اليابان، هولندا، النرويج، البرتغال، السويد) بالإضافة لكندا وأستراليا والولايات المتحدة الأمريكية، أما عينة الدول النامية فتتكون من 5 دول من أمريكا اللاتينية هي: بوليفيا، البرازيل، كولومبيا، بيرو، أروغواي، و 4 دول من أمريكا الشمالية والوسطى هي: المكسيك، كوستاريكا، الجمهورية الدومينيكية، هندوراس، بالإضافة ل 7 دول من آسيا (بنغلاديش، الهند، الفلبين، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، تيلندا) و 4 دول أفريقية (الجزائر، مصر، المغرب وجنوب أفريقيا).

ثانيا - متغيرات الدراسة:

ولقد اعتمدنا على الجانب النظري من هذه الدراسة، بالإضافة للدراسات التطبيقية والنظرية المتوفرة في الأدبيات الاقتصادية، بالإضافة إلى البيانات المتاحة، لاقتراح المتغيرات المفسرة لبناء نموذج قياسي لظاهري الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي، وتم تجميع البيانات من الموقع الإلكتروني لقاعدة بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org> والموقع الإلكتروني لقاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية على شبكة الإنترنت <http://unctadstat.unctad.org>

الجدول رقم (4-2): متغيرات الدراسة القياسية

العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع	تعريف المؤشر	المؤشر	المحددات
متغير تابع	الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 في المائة أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر. وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل. وتوضح هذه السلسلة صافي التدفقات (صافي تدفقات الاستثمارات الجديدة مخصوماً منها الاستثمارات التي يتم سحبها) في البلد المعني من المستثمرين الأجانب. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.	FDI الاستثمار الأجنبي المباشر (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	-1

متغير تابع	وتتضمن الاستثمارات في حوافز أسهم رأس المال (غير المباشرة) صافي التدفقات للأوراق المالية الخاصة بأسهم رأس المال بخلاف الاستثمارات التي سجلت على أنها استثمارات مباشرة، وتشتمل على الأسهم والأرصدة وشهادات الإيداع (سواء الأمريكية أو العالمية)، والمشتريات المباشرة للأسهم في البورصات المحلية من قبل المستثمرين الأجانب. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.	FPI الاستثمار المخفطي (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	-2	
طردية مع المتغيرين التابعين	إجمالي الناتج المحلي بأسعار المشتريين هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد مضافاً إليه أية ضرائب على المنتجات ومخصوماً منه أية إعانات دعم غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية. البيانات معبر عنها بالقيمة الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005. دولار أمريكي.	GDP إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005)	-3	أولاً: حجم السوق
عكسية مع المتغيرين التابعين	يعكس التضخم كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات.	INF التضخم (% سنوي)	-4	
طردية مع FDI عكسية مع FPI	يشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً. ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي).	ER سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي)	-5	ثانياً: الأداء الاقتصادي
عكسية مع المتغيرين التابعين	سعر فائدة القرض هو السعر الذي تتقاضاه البنوك على القروض المقدمة للعملاء الرئيسيين.	INR سعر فائدة الإقراض (%)	-6	
طردية مع المتغيرين التابعين	معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق على أساس سعر ثابت لعملة محلية. وتستند الإجماليات إلى السعر الثابت للدولار الأمريكي عام 2005.	EG نمو إجمالي الناتج المحلي (%) (سنوياً)	-7	

طردية مع المتغيرين التابعين	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي هو حاصل قسمة إجمالي الناتج المحلي على عدد السكان في منتصف العام، (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005)	NY نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	-8	
عكسية مع المتغيرين التابعين	إجمالي الدين الخارجي هو عبارة عن مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص طويل الأجل غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والدين قصير الأجل يشمل الدين قصير الأجل كافة الديون التي يبلغ أجل استحقاقها الأصلي عاماً واحداً أو أقل، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل.	DT أرصدة الدين الخارجي (%) من إجمالي الدخل القومي)	-9	
طردية مع المتغيرين التابعين	تمثل صادرات السلع والخدمات قيمة كافة السلع والخدمات السوق الأخرى المقدمة إلى بقية بلدان العالم. وهي تشمل قيمة السلع، والشحن، والتأمين، والنقل، والسفر، وحقوق الامتياز، ورسوم الرخص، وغيرها من الخدمات مثل الاتصالات، والإنشاءات، والخدمات المالية، والمعلوماتية، والأعمال والخدمات الشخصية والحكومية. وهي لا تتضمن تعويضات الموظفين ودخل الاستثمارات (التي كانت تسمى من قبل خدمات عوامل الإنتاج) والمدفوعات التحويلية البيانات معبر عنها بالقيمة الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005.	EX صادرات السلع والخدمات (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005)	-10	ثالثاً: درجة الانفتاح الاقتصادي
طردية مع المتغيرين التابعين	التجارة هي مجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات تُقاس كحصة من إجمالي الناتج المحلي.	TRD التجارة (% من إجمالي الناتج المحلي)	-11	
طردية مع FDI	وتشمل نفقات الاستهلاك النهائي للحكومة العامة (استهلاك الحكومة العامة سابقاً) جميع النفقات الحكومية الجارية على مشتريات السلع والخدمات (بما في ذلك تعويضات العاملين). كما تشمل أيضاً معظم نفقات الدفاع والأمن الوطنيين، ولكنه يستبعد الإنفاق العسكري الحكومي الذي يشكل جزءاً من تكوين رأس المال الحكومي. البيانات معبر عنها بالقيمة الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005.	CD النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005)	-12	رابعاً: البنية التحتية

<p>طردية مع المتغيرين التابعين</p>	<p>يشمل إجمالي تكوين رأس المال الثابت (إجمالي الاستثمار المحلي سابقاً) تحسينات الأراضي (الأسوار والخنادق وقنوات تصريف المياه، الخ)، ومشتريات الآلات والمكينات والمعدات، وإنشاء الطرق، والسكك الحديدية، وما شابه، بما في ذلك المدارس، والمكاتب، والمستشفيات، والمسكن الخاصة، والمباني التجارية والصناعية.</p>	<p>GDI إجمالي تكوين رأس المال الثابت (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005</p>	<p>13</p>	
------------------------------------	--	---	-----------	--

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

قبل تقدير نماذج معطيات البنال بصفة عامة، لا بد من فحص وجود جذر الوحدة في السلسلة المقطعية لكل متغير، ففي حالة ما إذا كانت السلسلة غير مستقرة، فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالباً ما يكون زائفاً، سنكتفي بإجراء اختبارين على السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة هما (ADF Fisher، LLC).

أولاً - اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدول النامية:

نستعمل الاختبارين السابقين (ADF Fisher، LLC) في الصيغ الثلاثة للسلسلة، حيث تشير الصيغة الأولى إلى عدم وجود الحد الثابت ولا الاتجاه الزمني، وتشير الصيغة الثانية إلى وجود الحد الثابت فقط، بينما تشير الصيغة الثالثة إلى وجود الحد الثابت والاتجاه الزمني مع، بالاستعانة ببرنامج (EViews 10) فكانت نتائج الاختبارات كالتالي:

الجدول رقم (3-4): نتائج اختبارات الاستقرارية على السلاسل المجمعة للدول النامية

اختبار ADF Fisher						اختبار LLC						
الصيغة الثالثة		الصيغة الثانية		الصيغة الأولى		الصيغة الثالثة		الصيغة الثانية		الصيغة الأولى		
Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	
0,008	64,685	1,000	4,887	1,000	0,836	0,000	6,030-	1,000	5,426	1,000	9,591	CD
0,8477	27,4047	0,1630	44,2349	0,0406	52,0660	0,0324	1,847-	0,000	4,712-	0,0006	3,250-	DT
0,0525	55,4888	0,0006	75,5445	0,6541	35,9284	0,0001	3,665-	0,000	4,889-	0,1312	1,121-	EG
0,0250	59,3358	0,0221	59,9572	0,7891	32,6425	0,000	5,799-	0,000	5,298-	0,1721	0,946-	ER
0,0360	57,4998	0,9971	19,6799	1,0000	2,73942	0,0001	3,674-	0,0125	2,242-	1,0000	6,04822	EX
0,0194	60,5959	0,9045	28,8632	0,9999	14,6255	0,0016	2,950-	0,6257	0,32050	0,9957	2,63102	FDI
0,3312	43,3306	1,0000	11,3060	1,0000	2,19843	0,0004	3,387-	1,0000	5,13794	1,0000	8,90261	GDI
0,0623	54,5544	1,0000	4,49905	1,0000	0,57023	0,000	4,135-	1,0000	4,48961	1,0000	11,3942	GDP
0,0004	77,1314	0,0004	76,8006	0,3803	42,0950	0,000	7,339-	0,000	5,700-	0,0011	3,063-	INF
0,000	98,5123	0,0171	61,1841	0,0044	67,2935	0,000	126,55-	0,000	119,18-	0,0004	3,370-	INR
0,062	54,507	0,999	14,4265	1,0000	1,13557	0,000	5,097-	0,934	1,512	1,00	9,494	NY
0,328	43,414	0,723	34,305	0,9740	24,545	0,002	2,853-	0,007	2,418-	0,702	0,531	TRD
0,000	84,79	0,000	110,44	0,000	136,207	0,000	-11,37	0,000	-10,510	0,000	-9,056	FPI

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

تشير النتائج المدونة في الجدول (3-4) أن أغلب السلاسل الزمنية المجمعة مستقرة في شكلها الأصلي، فبعض السلاسل مستقرة بالصيغة الأولى أي بدون حد ثابت وبدون اتجاه زمني كسلسلة (FPI الاستثمار الأجنبي المحفظي، الدين الخارجي DT، والتضخم INF، وسعر الفائدة INR) في حين بعض السلاسل مستقرة بالصيغة الثانية أي وجود حد ثابت وبدون اتجاه زمني (EG معدل النمو الاقتصادي، ER سعر الصرف، EX الصادرات، درجة الانفتاح التجاري TRD)، أما باقي السلاسل فهي مستقرة في شكلها الأصلي بوجود حد ثابت واتجاه زمني وهي (تراكم رأس المال الثابت GDI، الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، الناتج الداخلي الخام GDP، والدخل الفردي NY).

نشير إلى أن اختبار سلسلة FPI الاستثمار الأجنبي المحفظي أجريت على عينة مكونة من 13 دولة نامية فقط لأن بيانات الاستثمار المحفظي لا تتوفر في السبعة 7 دول الأخرى، لذلك فإن بناء النموذج القياسي الخاص بهذا المتغير سيبنى بالاعتماد على بيانات 13 دولة فقط.

ثانيا - اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدول المتقدمة:

نلخص نتائج الاختبارات في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-4): نتائج اختبارات الاستقرارية على السلاسل المجمعة (Panel data) للدول المتقدمة

اختبار ADF Fisher						اختبار LLC						
الصيغة الثانية		الصيغة الأولى		الصيغة الثانية		الصيغة الأولى		الصيغة الثانية		الصيغة الأولى		
Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	
0,8381	25,9266	0,3387	36,8437	1,0000	9,822	0,0009	-3,120	0,0005	-3,288	1,0000	4,22684	CD
0,0019	62,7657	0,0176	53,5853	0,0019	62,73	0,0000	-4,150	0,0003	-3,419	0,0000	-4,18437	*DCD
0,0025	61,7236	0,0001	73,4332	0,0000	98,193	0,0000	-7,087	0,0000	-6,152	0,0000	-5,54096	EG
0,7756	25,7263	0,0000	102,717	0,0002	68,747	0,0000	-6,195	0,0000	-11,913	0,0000	-5,97193	ER
0,6669	29,9411	0,9977	15,2641	1,0000	7,0239	0,1484	-1,043	0,9992	3,173	0,9999	3,77774	EX
0,0376	50,0178	0,0000	79,5304	0,0000	103,613	0,0000	-4,538	0,0000	-5,518	0,0000	-6,62287	DEX
0,2220	39,9726	0,1363	43,0966	0,6926	29,4009	0,7894	0,804	0,3077	-0,502	0,0007	-3,19225	FDI
0,0189	53,2479	0,0000	90,9964	0,0000	174,931	0,4717	-0,071	0,0175	-2,108	0,0000	-12,7032	DFDI
0,0663	47,1410	0,0016	63,4428	0,0000	89,9537	0,2266	-0,750	0,0892	-1,345	0,0000	-5,93722	FPI
0,4034	35,3703	0,7462	28,2235	0,9595	21,0618	0,0010	-3,104	0,0239	-1,98	0,7639	0,71881	GDI
0,0081	56,9576	0,0000	78,6374	0,0000	126,227	0,0000	-5,181	0,0000	-5,873	0,0000	-9,06983	DGDI
0,8109	26,6592	0,9572	21,2180	1,0000	5,55639	0,0001	-3,633	0,0339	-1,826	1,0000	4,74760	GDP
0,0174	53,6162	0,0001	72,7308	0,0000	94,0000	0,0000	-6,465	0,0000	-6,500	0,0000	-5,20517	DGDP
0,0000	83,8280	0,0000	89,9368	0,0044	59,4544	0,0000	-8,304	0,0000	-7,028	0,0000	-4,83419	INF
0,0111	31,6628	0,2303	19,7789	0,0236	34,3920	0,0000	-5,036	0,0132	-2,221	0,0003	-3,43872	INR
0,8952	24,1285	0,5647	32,0264	1,0000	8,75244	0,0001	-3,685	0,0001	-3,880	0,9991	3,12679	NY
0,1141	44,1490	0,7955	27,0517	0,9998	12,1745	0,0000	-5,530	0,0559	-1,589	0,8909	1,23126	TRD
0,0257	51,8404	0,0000	82,6032	0,0000	147,252	0,0000	-6,255	0,0000	-7,546	0,0000	-11,1408	DTRD

العلامة D أمام السلسلة تشير إلى الفروقات من الدرجة الأولى.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

تشير نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدول المتقدمة إلى أن سلاسل متغيرات (EG، ER، FPI، INR، INF) مستقرة في شكلها الأصلي وفي الصيغ الثلاثة للسلسلة.

أما السلاسل الزمنية لمتغيرات (TRD، GDP، GDI، FDI، CD) فهي مستقرة في شكلها الأصلي في إحدى الصيغ الثلاثة، فسلسلة كل من NY، CD مستقرة في الصيغة الثانية (وجود حد ثابت وبدون اتجاه زمني) والصيغة الثالثة (وجود حد ثابت ووجود اتجاه زمني)، في حين أن السلسلة الزمنية لمتغيرة FDI مستقرة في الصيغة الأولى (بدون حد ثابت وبدون اتجاه زمني)، أما المتغيرين GDP، GDI مستقرتين في الصيغة الثانية والثالثة، في حين أن TRD مستقرة في الصيغة الثالثة، مع ملاحظة أن هناك تضارب في النتائج بين الاختبارين بالنسبة لسلاسل (TRD، GDP، GDI، FDI، CD) لذلك أخذنا الفروقات من الدرجة التي كانت مستقرة في هذا المستوى، على أن يتم استخدام السلاسل في شكلها الأصلي عند التقدير وإذا ظهرت نتائج غير متوقعة سنلجأ لاستخدام سلاسل الفروقات من الدرجة الأولى، وتبقى السلسلة EX غير مستقرة في شكلها الأصلي ولكنها مستقرة عند مستوى الفروقات من الدرجة الأولى.

المطلب الثالث: تحليل معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة.

بغرض معرفة نوعية وقوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة من جهة، ومن جهة أخرى تجنب التعدد الخطي في حالة وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة، سنعمل على تقدير معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة.

أولاً- الارتباط بين متغيرات الدول النامية: نفصل بين المتغيرات الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر التي تشمل معطيات 20 دولة، وبين المتغيرات الخاصة بالاستثمار المحفطي التي تشمل 13 دولة فقط.

1- الارتباط بين محددات الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية: يظهر الجدول التالي قيم معاملات الارتباط بين سلاسل متغيرات الدراسة الخاصة بـ 20 دولة نامية.

الجدول رقم (4-5): معاملات الارتباط بين متغيرات الدول النامية

GDP	TRD	INR	NY	INF	GDI	CD	DT	EG	ER	EX	FDI	
0,739	-0,228	0,183	0,179	-0,007	0,656	0,697	-0,189	-0,029	0,023	0,460	1,000	FDI
0,828	0,175	-0,243	0,731	-0,168	0,842	0,814	-0,274	-0,016	0,091	1,000	0,460	EX
0,053	-0,128	-0,036	-0,055	0,087	0,056	0,060	0,167	0,083	1,000	0,091	0,023	ER
-0,009	0,064	-0,289	-0,137	-0,081	0,062	-0,012	0,025	1,000	0,083	-0,016	-0,029	EG
-0,322	0,325	0,019	-0,431	-0,060	-0,351	-0,320	1,000	0,025	0,167	-0,274	-0,189	DT
0,989	-0,243	-0,006	0,482	-0,038	0,960	1,000	-0,320	-0,012	0,060	0,814	0,697	CD
0,968	-0,168	-0,057	0,497	-0,045	1,000	0,960	-0,351	0,062	0,056	0,842	0,656	GDI
-0,049	-0,112	0,334	-0,144	1,000	-0,045	-0,038	-0,060	-0,081	0,087	-0,168	-0,007	INF
0,500	0,136	-0,126	1,000	-0,144	0,497	0,482	-0,431	-0,137	-0,055	0,731	0,179	NY
0,041	-0,339	1,000	-0,126	0,334	-0,057	-0,006	0,019	-0,289	-0,036	-0,243	0,183	INR
-0,216	1,000	-0,339	0,136	-0,112	-0,168	-0,243	0,325	0,064	-0,128	0,175	-0,228	TRD
1,000	-0,216	0,041	0,500	-0,049	0,968	0,989	-0,322	-0,009	0,053	0,828	0,739	GDP

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

يظهر من خلال الجدول السابق أن الاستثمار الأجنبي المباشر يرتبط بعلاقة طردية قوية مع كل من حجم الاستهلاك، إجمالي تكوين رأس المال الثابت، والناتج الداخلي الخام (GDP، GDI، CD) حيث يفوق معامل الارتباط (0,6)، كما يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر طرديا بكل من (حجم الصادرات EX، الدخل الفردي NY، وسعر الفائدة INR).

يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية بعلاقة عكسية مع كل من رصيد الدين الخارجي DT، ودرجة الانفتاح التجاري TRD. ويظهر الجدول السابق أن الاستثمار الأجنبي المباشر له علاقة ضعيفة طردية مع سعر الصرف ER، وعكسية مع معدل التضخم السنوي INF.

أما فيما يخص العلاقة بين المتغيرات المستقلة فتظهر نتائج الجدول السابق ارتباط قوي جدا بين إجمال تكوين رأس المال الثابت GDI و نفقات الاستهلاك العام CD والناتج الداخلي الخام GDP، حيث تجاوز

معامل الارتباط بين هذه الثلاث متغيرات (0,95) لذلك عند بناء النموذج القياسي نستعمل متغير واحد فقط من بين هته الثلاثة لتفادي مشكلة التعدد الخطي والحصول على مقدرات متسقة.

2- الارتباط بين محددات الاستثمار المحفظي للدول النامية: يظهر الجدول التالي قيم معاملات الارتباط بين سلاسل متغيرات الدراسة الخاصة ب13 دولة نامية لإظهار علاقة باقي المتغيرات بالاستثمار المحفظي

الجدول رقم (4-6): معاملات الارتباط بين الاستثمار المحفظي وباقي المتغيرات للدول النامية

TRD	NY	INR	INF	GDP	GDI	CD	DT	EG	ER	EX	FDI	FPI	
-0,186	0,015	0,174	0,086	0,383	0,381	0,353	-0,210	0,146	-0,059	0,161	0,293	1,000	FPI

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج 10.EVIEWS.

يرتبط الاستثمار المحفظي الوارد للدول النامية بعلاقة طردية واضحة مع كل من: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI وحجم الصادرات EX ومعدل النمو الاقتصادي EG والاستهلاك العام CD وتكوين رأس المال الثابت GDI والناتج الداخلي الخام GDP و سعر الفائدة INR. في حين يرتبط الاستثمار المحفظي عكسيا برصيد الدين الخارجي إلى الناتج الداخلي الخام DT وسعر الصرف ER درجة الانفتاح التجاري .RDT

ثانيا - الارتباط بين متغيرات الدول المتقدمة:

يوضح الجدول التالي معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بالدول المتقدمة.

الجدول رقم (4-7): معاملات الارتباط بين متغيرات الدول المتقدمة

INR	INF	ER	TRD	EX	CD	GDI	NY	EG	GDP	FPI	FDI	
0,187	0,274	-0,256	-0,298	0,745	0,710	0,691	0,600	0,089	0,704	0,511	1,000	FDI
-0,011	-0,062	0,016	-0,462	0,602	0,651	0,644	0,406	-0,017	0,650	1,000	0,511	FPI
-0,089	-0,008	-0,005	-0,705	0,936	0,999	0,994	0,614	-0,065	1,000	0,650	0,704	GDP
0,244	0,266	-0,025	0,189	-0,128	-0,066	-0,040	-0,005	1,000	-0,065	-0,017	0,089	EG
-0,316	-0,068	-0,274	-0,199	0,643	0,619	0,596	1,000	-0,005	0,614	0,406	0,600	NY
-0,056	-0,002	0,011	-0,724	0,904	0,992	1,000	0,596	-0,040	0,994	0,644	0,691	GDI
-0,086	0,005	-0,020	-0,694	0,936	1,000	0,992	0,619	-0,066	0,999	0,651	0,710	CD
-0,149	-0,004	-0,093	-0,569	1,000	0,936	0,904	0,643	-0,128	0,936	0,602	0,745	EX
0,159	0,264	-0,329	1,000	-0,569	-0,694	-0,724	-0,199	0,189	-0,705	-0,462	-0,298	TRD
-0,127	-0,416	1,000	-0,329	-0,093	-0,020	0,011	-0,274	-0,025	-0,005	0,016	-0,256	ER
0,478	1,000	-0,416	0,264	-0,004	0,005	-0,002	-0,068	0,266	-0,008	-0,062	0,274	INF
1,000	0,478	-0,127	0,159	-0,149	-0,086	-0,056	-0,316	0,244	-0,089	-0,011	0,187	INR
0,665	0,150	0,043	-0,169	0,143	0,189	0,209	-0,261	-0,099	0,192	0,112	0,089	RSK

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر نتائج الجدول (4-7) علاقات بين المتغيرين التابعين (FDI، FPI) والمتغيرات المستقلة للدول المتقدمة في نفس الاتجاه وبنفس الدرجة تقريبا مقارنة بنتائج الدول النامية، إلا أن علاقة المتغيرين التابعين مع كل (سعر الصرف ER، والتضخم INF، وسعر الفائدة INR) بالنسبة للدول المتقدمة معاكسة للعلاقة بين هاتين المتغيرتين بالنسبة للدول النامية، فمثلا أظهرت النتائج الدول النامية علاقة طردية ضعيفة بين الاستثمار الأجنبي المباشر FDI بسعر الصرف ($r=0,023$) في حين أظهرت نتائج الدول المتقدمة علاقة عكسية واضحة ($r=-0,256$). كما أظهرت نتائج تحليل الارتباط لبيانات الدول المتقدمة علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وأسعار الفائدة على عكس نتائج بيانات الدول النامية.

تأكد نتائج الجدول (4-7) الارتباط القوي جدا بين إجمال تكوين رأس المال الثابت GDI و نفقات الاستهلاك العام CD والنتائج الداخلي الخام GDP.

المبحث الثالث: بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر ومحددات الاستثمار المحفظي.

بعد معالجة السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة سنفاضل بين ثلاث نماذج معطيات بانل، سواء بالنسبة للدول النامية أو المتقدمة.

المطلب الأول: تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر.

نحاول تقدير نموذجين لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث نستخدم معطيات الدول النامية في تقدير نموذج قياسي للاستثمار الأجنبي المباشر في هذه الدول، ونستخدم معطيات الدول المتقدمة لتقدير نموذج قياسي خاص بها.

أولاً - تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية:

يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن الاستثمار الأجنبي المباشر FDI دالة في توليفة من المتغيرات

$$FDI = f(GDP, GDI, CD, NY, EX, EG, INF, INR, ER, TRD, DT) \text{ المفسرة.}$$

نقدر نماذج بنال الثلاثة (نموذج الانحدار المجمع، نموذج الأثر الثابتة، نموذج الأثر العشوائية) على

متغيرات الدراسة فكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (4-8): نتائج تقدير محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية

نموذج الآثار العشوائية (REM)			نموذج الآثار الثابتة (FME)			نموذج الانحدار المجمع (PRM)			المتغيرات المفسرة
الاحتمال prob	الإحصائية t-stat	المعلمة Coefficient	الاحتمال prob	الإحصائية t-stat	المعلمة Coefficient	الاحتمال prob	الإحصائية t-stat	المعلمة Coefficient	
0,000	3,693	7,302	0,488	-0,694	-3,073	0,055	1,929	3,769	C
0,000	14,386	0,151	0,000	9,969	0,208	0,000	13,325	0,132	GDP
0,860	0,177	0,003	0,009	2,628	0,108	0,000	-5,530	-0,103	GDI
0,057	-1,908	-0,241	0,984	0,021	0,003	0,222	-1,225	-0,219	EG
0,000	-11,603	-0,157	0,000	-11,136	-0,252	0,000	-7,437	-0,092	CD
0,000	-4,853	-0,051	0,000	-5,312	-0,106	0,000	-4,652	-0,060	EX
0,027	-2,222	-0,049	0,014	-2,469	-0,058	0,194	-1,301	-0,038	DT
0,607	0,516	0,000	0,271	1,104	0,001	0,330	0,976	0,000	ER
0,425	0,798	0,060	0,632	0,479	0,039	0,578	0,557	0,057	INF
0,000	-5,580	-0,205	0,180	-1,345	-0,064	0,001	-3,316	-0,161	INR
0,004	-2,910	-0,001	0,009	2,644	0,002	0,023	-2,292	0,000	NY
0,768	0,295	0,005	0,113	-1,590	-0,044	0,033	2,144	0,037	TRD
0,599			0,886			0,727			معامل التحديد R ²
0,584			5521,048			13231,69			مجموع مربعات البواقي
38,859			69,263			69,277			F-statistic
0,000			0,000			0,000			Prob(F-statistic)
0,779			1,278			0,5772			Durbin-Watson

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

قبل إجراء الاختبارات الإحصائية للمفاضلة بين النماذج الثلاثة، نلاحظ أن هناك بعض المتغيرات معلمتها غير معنوية كمغيرة سعر الصرف (ER)، والتضخم (INF)، كما أن هناك إشارات بعض المعلمات تتنافى مع المنطق الاقتصادي مثل معلمة تكوين رأس المال الثابت (GDI) و الاستهلاك العام (CD) ومعدل

النمو (EG) حيث أن معلمات هذه المتغيرات الثلاثة سالبة، وقد يعود ذلك إلى مشكلة التعدد الخطي نظرا لقوة الارتباط بين بعض المتغيرات المفسرة كما رأينا ذلك سابقا.

ولذا لجأنا إلى بناء عدة نماذج باستخدام توليفة مختلفة من المتغيرات المفسرة، وذلك لتحديد المتغيرات ذات الأهمية في تحديد الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية، وتم استبعاد متغير سعر الصرف (ER)، والتضخم (INF)، سعر الفائدة (INR) والانفتاح التجاري (TRD)، لعدم معنويتها في جل النماذج التي تم تجربتها. كما تم استبعاد متغير تراكم رأس المال الثابت (GDI)، ومتغير الاستهلاك العام (CD) لتفادي التعدد الخطي نظرا للارتباط الكبير بين هاتين المتغيرين ومتغير الناتج الداخلي الخام (GDI)، وتم إضافة متغير الاستثمار الأجنبي المباشر للسنة السابقة (-1)FDI كمتغير مفسر إضافي لحل مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء التي ظهرت في أغلب النماذج المحرمة. وتم تقدير النماذج الأساسية الثلاثة لبنال ونعرض النتائج في الجداول التالي.

الجدول رقم (4-9): نتائج تقدير محددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية

نموذج الآثار العشوائية (REM)		نموذج الآثار الثابتة للزمن (FME)		نموذج الآثار الثابتة للدول (FME)		نموذج الانحدار المجمع (PRM)		المتغيرات المفسرة
الاحتمال prob	المعلمة Coeffi	الاحتمال prob	المعلمة Coeffi	الاحتمال prob	المعلمة Coeffi	الاحتمال prob	المعلمة Coeffi	
0,248	-1,162	0,607	-0,562	0,002	-8,435	0,268	-1,162	C
0,000	0,915	0,000	0,888	0,000	0,650	0,000	0,915	FDI(-1)
0,000	0,007	0,000	0,009	0,000	0,039	0,001	0,007	GDP
0,002	0,360	0,425	0,111	0,013	0,312	0,003	0,360	EG
0,061	-0,011	0,021	-0,015	0,001	-0,061	0,073	-0,011	EX
0,875	-0,003	0,470	0,015	0,046	-0,052	0,880	-0,003	DT
0,872	0,0001	0,988	0,000	0,021	0,001	0,877	0,0001	NY
0,871		0,882		0,890		0,871		R ² معامل التحديد
6078,978		5559,868		5185,149		6078,978		مجموع مربعات البواقي
306,210		101,969		81,914		306,210		F-statistic
0,000		0,000		0,000		0,000		Prob(F-statistic)
2,249		2,216		2,051		2,249		Durbin-Watson

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر نتائج التقدير المبينة في الجدول (4-9) تحسن النتائج مقارنة بالجدول (4-8) السابق، ويظهر ذلك من خلال الناحية الإحصائية (المعنوية الفردية والمعنوية الإجمالية) بالإضافة إلى خلو النماذج من الارتباط الذاتي للأخطاء.

كما ذكرنا سابقاً يتم اختبار فيما إذا كان النموذج متجانس أو غير متجانس أي (بين نموذج الانحدار التجميعي ونماذج التأثيرات الفردية سواء كانت ثابتة أو عشوائية) من خلال تطبيق اختبار التجانس لـ Hsias (1986) ويقوم هذا الاختبار على إحصائية فيشر الذي يسمح لنا بمعرفة وجود اختلاف بين الحد الثابت للأفراد من عدمه، وإحصائية الاختبار هي:

$$F_c = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2)/(n-1)}{(1 - R_{FEM}^2)/[n(t-1) - k]} \rightarrow F_{n-1, n(t-1)-k}$$

- بالنسبة للتأثيرات الفردية للدول:

$$\text{نجد أن: } F_{\text{statistic}} = 2,486 \text{ ، و } F_{(19,274)} = 1,64$$

بما أن: $F_{\text{statistic}} > F_{(19,274)}$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي أن النموذج غير متجانس، أي أن قواطع الدول غير متجانسة.

- بالنسبة للتأثيرات الفردية للزمن:

$$\text{نجد أن: } F_{\text{statistic}} = 1,231 \text{ ، و } F_{(19,274)} = 1,64$$

بما أن: $F_{\text{statistic}} < F_{(19,274)}$ نقبل H_0 ونرفض H_1 أي أن النموذج متجانس، أي أن قواطع الدول متجانسة من حيث الزمن، أي لا يوجد أثر فردي للزمن، أن الحد الثابت (الأثر الفردي) يختلف من دولة لأخرى، ولا يختلف من سنة لأخرى.

تم المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية من خلال اختبار هوسمان Housma (1978)، فكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	40.829765	6	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج 10.EVIEWS.

نلاحظ أن:

$$H = \text{chi - Sq. Statistic} = 40,83 > (\chi^2_6 = 11,07)$$

كما أن: $(\text{Prob} = 0,000 < 0,05)$

بالتالي نقبل H_1 ونرفض H_0 والنموذج المناسب هو نموذج التأثيرات الثابتة، وتعزز نتائج الجدول (4-7) نتائج اختبار هوسمان حيث تظهر نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة معنوية كل المتغيرات المستقلة، بالإضافة للمعنوية الكلية للنموذج التي تظهر من خلال معنوية إحصائية فيشر، كما تظهر تحسن في معامل التحديد ($R^2 = 0,890$) وعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء. وبذلك يأخذ نموذج محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية الصياغة التالية:

FDI = -8,435 + 0,65 FDI(-1) + 0,039 GDP + 0,312EG0 + 0,001 NY - 0,061 EX - 0.052 DT + U _{it}										
Durbin-Watson=2,051				F-statistic=81,914				R ² =0,890		
ZAF	HND	EGY	DZA	DOM	CRI	COL	BRA	BOL	BGD	الدولة
-3,770	7,619	6,328	2,728	2,431	1,780	1,984	-10,677	7,802	5,102	الثابت الخاص بكل دولة
URY	THA	PHL	PER	MYS	MEX	MAR	KOR	IND	IDN	الدولة
-1,100	8,387	6,483	4,134	7,475	-13,497	5,204	-31,510	-12,729	5,825	الثابت الخاص بكل دولة

توضح نتائج الجدول رقم (4-9) السابق، أن معامل التحديد ($R^2=0,890$) مقبول وهذا يعني أن المتغيرات الاقتصادية التي تضمنتها نتائج النموذج القياسي تفسر ما يقرب من 89% من التغيرات التي حدثت في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية خلال الفترة (2000 - 2014)، وإن العوامل الأخرى القانونية والإدارية والمؤسسية (التي لم تدرج في النموذج) تعتبر مسؤولة عن ما يقرب من 11% من التغير في هذا التدفق.

أوضحت النتائج ارتفاع قيمة ($F = 81,914$) وهي أكبر من القيمة المحدولة، وهذا يعني ملائمة النموذج القياسي المستخدم في شرح العلاقة بين صافي التدفقات الوافدة للاستثمار الأجنبي المباشر والمتغيرات الاقتصادية المدرجة في النموذج.

على ضوء نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر للسنة السابقة، والناتج الداخلي الخام، ومعدل النمو الاقتصادي، وحجم الصادرات ونسبة الديون الخارجية إلى الناتج الداخلي الخام والدخل الفردي، تمثل المحددات الرئيسية لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية.

تظهر معلمات النموذج التأثير القوي للاستثمار الأجنبي المباشر للسنة السابقة على تدفق الاستثمار الأجنبي للسنة الحالية، كما تساهم معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة في تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية، وتأخذ الاستثمارات الأجنبية المتدفقة للدول النامية في الحسبان حجم السوق فكبر السوق يشجعها على التوجه لهذه البلدان ويظهر ذلك من خلال العلاقة الطردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والناتج الداخلي الخام. وتكشف نتائج التقدير عن التأثير الإيجابي للدخل الفردي على الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أن هذا التأثير ضعيف كما تشير لذلك معلمة متغير الدخل الفردي ($0,001$).

إن الإشارة السالبة لمتغير رصيد الدين الخارجي يدل على أن هناك علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والدين الخارجي وهو ما يتوافق مع المنطق الاقتصادي، حيث أن توافر الموارد التمويلية المحلية لدى الدولة المضيفة يؤثر إيجابيا على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، وأن ارتفاع الديون الخارجية يعكس الصعوبات التمويلية لاقتصاد الدولة ويثير مخاوف الاستثمار الأجنبي المباشر. وعلى الرغم من عدم وجود المبرر الاقتصادي الكافي إلا أن النتائج تكشف عن علاقة عكسية بين حجم الصادرات في الدول النامية وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

ثانيا - تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة:

كما سبق الإشارة إليه سنستخدم بيانات 17 دولة متقدمة خلال الفترة (2000-2014) لتقدير نموذج محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة، بالإضافة للمتغيرات التي استخدمت في حالة الدول النامية، سنضيف متغير صافي تدفقات الاستثمار المحفظي FPI كمتغير مستقل، ونستغني عن متغير

الدين الخارجي DT كون جل دول العينة ليست لديها ديون خارجية خلال الفترة المدروسة. ليأخذ النموذج الصياغة العامة التالية:

$$FDI = f(GDP, GDI, CD, NY, FPI, EX, EG, INF, INR, ER, TRD)$$

بعد بناء عدة نماذج تم استبعاد متغيرات الصادرات (EX) و إجمالي تراكم رأس المال (GDI) ومؤشر الاستهلاك العام (CD)، ذلك لتفادي مشكلة التعدد الخطي لأن هته المتغيرات لها درجة الارتباط فيما بينها قوية جدا ومرتبطة بقوة بمتغير الناتج الداخلي الخام (GDP)، لذا تم استخدام هذا الأخير فقط كمؤشر عن تأثير حجم السوق على الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة. كما تم استبعاد متغير سعر الصرف (ER)، ومتغير التضخم (INF)، ومتغير الدخل الفردي (NY) ومتغير سعر الفائدة (INR) لعدم معنويتها في كل النماذج التي تم تجريبها.

لابد من الإشارة أن استخدام واحد فقط من المتغيرات الأربعة (EX، GDI، CD، GDP) في النموذج أظهر تأثير معنوي لهته المتغيرات على الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة، إلا أن استخدامها مجتمعة أدى إلى ظهور مشاكل في النموذج كعدم معنوية بعض المتغيرات أو إشارات بعض المتغيرات لا تتوافق مع المنطق الاقتصادي، لذلك اقتصرنا على استخدام متغيرة واحدة بدل من استخدامها جميعا، ونعرض نتائج التقدير في الجدول الموالي.

الجدول رقم (4-11): نتائج تقدير محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة

نموذج الآثار العشوائية (REM)		نموذج الآثار الثابتة (FME)		نموذج الانحدار المجمع (PRM)		المفسرة المختبرات
الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	
prob	Coeff	Prob	Coeff	Prob	Coeff	
0,006	-27,737	0,000	-152,643	0,011	-27,737	C
0,000	0,556	0,000	0,343	0,000	0,556	FDI(-1)
0,000	0,010	0,000	0,071	0,000	0,010	GDP
0,018	-0,247	0,051	-0,211	0,027	-0,247	FPI
0,001	0,411	0,128	0,697	0,001	0,411	TRD
0,019	3,201	0,036	3,026	0,028	3,201	EG
0,560		0,641		0,560		R ² معامل التحديد
0,560		18,233		58,644		F-statistic
0,000		0,000		0,000		Prob(F-statistic)
1,936		1,922		1,936		Durbin-Watson

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن أحسن نموذج يمثل محددات حركة الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة، هو نموذج الآثار الثابتة ويظهر ذلك من خلال معامل التحديد لهذا النموذج مقارنة بالنموذجين الآخرين، بالإضافة لمعنوية كل المتغيرات المستعملة في التقدير وعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (قيمة دارين واتسون تقترب من القيمة 2)، وللتأكد من ذلك نجري الاختبارين التاليين للمفاضلة بين النماذج الثلاثة:

- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

$$\text{نجد أن: } F_{\text{statistic}} = 3,052 \text{ ، و } F_{(16,214)} = 1,69$$

بما أن: $F_{\text{statistic}} > F_{(19,214)}$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي أن النموذج غير متجانس، أي أن

قواطع الدول غير متجانسة.

- الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية من خلال اختبار هوسمان فكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (4-12): نتائج اختبار هوسمان لاختيار النموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للدول
المتقدمة

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	47.769704	5	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10.

نلاحظ أن:

$(Prob = 0,000 < 0,05)$ كما أن $H = chi - Sq. Statistic = 47,76 > (\chi_4^2 = 9,48)$

بالتالي نقبل H_1 ونرفض H_0 والنموذج المناسب هو نموذج التأثيرات الثابتة، وبذلك يأخذ نموذج

محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة الصياغة التالية:

$FDI = -152,64 + 0,34 FDI(-1) + 0,071 GDP - 0,21 FPI + 3,02 EG + 0,69 TRD + U_{it}$									
GRC	GBR	FRA	FIN	ESP	DEU	CAN	AUT	AUS	الدولة
99,31	-2,82	-12,26	85,64	52,36	-85,07	43,38	68,46	86,09	الثابت الخاص بكل دولة
	USA	SWE	PRT	NOR	NLD	JPN	ITA	IRL	الدولة
	-643,89	67,76	96,80	84,89	137,38	-178,52	-0,09	41,84	الثابت الخاص بكل دولة

يظهر النموذج أن الاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة (2000-

2014) يتحدد بحجم السوق للدولة المتوجه إليها، ويظهر ذلك من خلال العلاقة الإيجابية مع الناتج الداخلي

الخام، كما أن النمو الاقتصادي يؤثر إيجابيا على الاستثمار الأجنبي المباشر كمؤشر على الأداء الاقتصادي

للدولة المستقبلية، كما أن درجة الانفتاح الاقتصادي تؤثر إيجابيا على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عينة

الدول المتقدمة ويؤشر ذلك على أن ارتفاع حجم التجارة الخارجية مقارنة بالناتج الداخلي الخام يشجع

الاستثمار الأجنبي في الدول المتقدمة.

تكشف نتائج التقدير كذلك أن الاستثمار الأجنبي المباشر للسنة السابقة يلعب دورا كبيرا في تدفق الاستثمار في السنة الحالية ويمكن أن يفسر ذلك على اعتبار الاستثمار الأجنبي المباشر يكون في العادة طويل الأجل، وأن المستثمرون الأجانب يؤخذون في عين الاعتبار وضعية وحجم الاستثمارات الأجنبية السابقة التي تكشف سمعة الدولة المستقبلية وتعاملها مع هذه الاستثمارات من جهة، ومن جهة أخرى تعكس مدى ربحيتها وتحقيق أهداف المستثمرين الأجانب.

يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر بعلاقة عكسية مع حركة الاستثمار الأجنبي المحفظي في الدول المتقدمة كما يظهر ذلك من إشارة معلمة متغير (FPI) في النموذج السابق، ويمكن تفسير ذلك كون هذين الشكلين للحركة الدولية لرؤوس الأموال بديلين فيما بينهما، فالمستثمر الأجنبي عند الإقبال على الاستثمار في إحدى دول العينة يفاضل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وبالتالي زيادة تدفق الاستثمار المحفظي يقابله تراجع في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

لا بد من الإشارة إلى أن متغيرات: تراكم رأس المال الثابت والاستهلاك العام والصادرات لها تأثير إيجابي على الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتقدمة، هذا ما يدل على أهمية حجم السوق في استقطاب الاستثمارات الأجنبية، ولم نستخدم هذه المتغيرات في النموذج نظرا للارتباط القوي فيما بينها ومع متغير الناتج الداخلي الخام كما سبق وأن أشرنا لذلك.

تظهر الاختبارات الإحصائية أن النموذج مقبول، فالنموذج معنوي من الناحية الفردية أي أن جميع المعالم تختلف عن الصفر لأن الاحتمالات المقابلة لإحصائية "ستودنت" كلها احتمالات صغيرة (أقل من 05%)، بالإضافة إلى أن إحصائية "دارين واتسون" تقترب من 2، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كما أن النموذج معنوي من الناحية الكلية مثلما تشير لذلك إحصائية فيشر وهذا يعني ملائمة النموذج في شرح العلاقة بين صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والمتغيرات المفسرة، في حين إن معامل التحديد ($R^2=0,641$) يعني أن المتغيرات الاقتصادية التي تضمنتها نتائج النموذج القياسي تفسر ما يقرب من 64% من التغيرات التي حدثت في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول المتقدمة خلال الفترة (2000-2014)، في حين أن 36% من التغير الحاصل في صافي التدفقات السنوية يرجع إلى عوامل أخرى غير مدرجة في هذا النموذج، فدول العينة من الدول المتطورة اقتصاديا وفيها اغلب القطاعات والإمكانات مستغلة (تشغيل كفاء لعوامل الإنتاج) والمنافسة كبيرة، لذلك فتدفع الاستثمار الأجنبي المباشر إليها لا يتوقف على

العوامل الاقتصادية فحسب، بل يتوقف كذلك على القدرة على خلق أفكار جديدة في سوق تشغل عوامل الإنتاج بطريقة مثلى.

المطلب الثاني: بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي.

نستخدم هنا كذلك بيانات عيني الدول النامية والدول المتقدمة بصفة مستقلة عن بعضهما، فنحاول تقدير نموذج خاص بكل مجموعة لمحددات الاستثمار المحفظي.

أولاً - تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي في الدول النامية:

نستخدم بيانات 13 دولة نامية لتقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي ذلك أن السبعة دول الأخرى لا توجد بها بيانات للاستثمار المحفظي كما سبق الإشارة إليه، ونستخدم نفس المتغيرات الاقتصادية التي استخدمت لبناء نموذج محدثات الاستثمار الأجنبي المباشر كمتغيرات مفسرة، ليأخذ النموذج الصياغة العامة التالية:

$$FPI = f(GDP, GDI, CD, NY, FDI, EX, EG, INF, INR, ER, TRD)$$

في البداية تم تقدير الصيغ الثلاثة لنموذج البانل لمحددات الاستثمار المحفظي باستخدام كل المتغيرات المستقلة، وقد ظهرت بعض المتغيرات غير معنوي، وبعضها بإشارات تنافي المنطق الاقتصادي، ولذا لجأنا إلى بناء عدة نماذج باستخدام توليفة مختلفة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك لتحديد المتغيرات الكلية ذات الأهمية في تحديد الاستثمار المحفظي الأجنبي في عينة الدول النامية، وقد تم تجريب الصيغة اللوغرتمية لبعض المتغيرات، إلا أن أغلب المتغيرات المستخدمة لم تكن معنوية في كل النماذج باستثناء متغير الناتج الداخلي الخام (GDP)، ومتغير النمو الاقتصادي (EG)، ومتغير سعر الفائدة (INR) التي أظهرت تأثير معنوي على صافي تدفق الاستثمار المحفظي لعينة الدول النامية في الفترة (2000-2014) ونلخص النتائج في الجدول التالي.

الجدول رقم (4-13): نتائج تقدير محددات الاستثمار المحفطي في الدول النامية

نموذج الآثار العشوائية (REM)		نموذج الآثار الثابتة (FME)		نموذج الانحدار المجمع (PRM)		المتغيرات المفسرة
الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	
prob	Coeff	prob	Coeff	prob	Coeff	
0,0036	-4,2984	0,6085	2,0452	0,0023	-4,4305	C
0,0107	0,5786	0,0864	0,4324	0,0091	0,5955	EG
0,0000	0,0076	0,1788	0,0069	0,0000	0,0075	GDP
0,1256	0,0762	0,0549	-0,3105	0,081	0,0833	INR
0,1691		0,2706		0,1861		R ² معامل التحديد
12,9600		4,4263		14,5544		F-statistic
0,0000		0,0000		0,0000		Prob(F-statistic)
2,0571		2,1976		2,0420		Durbin-Watson

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر نتائج التقدير في الجدول السابق ضعف معامل التحديد في النماذج الثلاثة، الشيء الذي يعكس أن هناك عوامل أخرى اقتصادية وغير اقتصادية تلعب دور مهم في تحديد تدفق الاستثمار المحفطي للدول النامية.

كما سبق وأن أشرنا إليه يتم المفاضلة بين نماذج بانل الثلاثة من خلال:

- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

$$\text{نجد أن: } F_{\text{statistic}} = 1,727 \text{ ، و } F_{(12,179)} = 1,80$$

بما أن: $F_{\text{statistic}} < F_{(12,179)}$ نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن النموذج متجانس، وأن نموذج

الانحدار المتعدد هو الأنسب لتقدير العلاقة بين المتغير التابع (صافي تدفقات الاستثمار المحفطي للدول النامية) والمتغيرات المفسرة (النمو الاقتصادي، والناتج الداخلي الخام، وسعر الفائدة). وبالتالي نموذج الاستثمار المحفطي

في الدول النامية يأخذ الصياغة التالية:

$$FPI = -4,430 + 0,595 EG + 0,007 GDP + 0,083 INR + U_{it}$$

يظهر النموذج أن تدفق الاستثمار المحفظي لعينة الدول النامية خلال الفترة (2000-2014) تأثر إيجابيا بمعدلات النمو الاقتصادي في هذه الدول، حيث أن زيادة معدل النمو بوحدة واحدة (1%) يؤدي إلى زيادة في صافي تدفق الاستثمار المحفظي بـ **0,595** وحدة (حوالي **0,6** مليار دولار)، ويفسر ذلك على اعتبار أن معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة تعكس ازدهار في أسعار الأسهم نتيجة للأرباح والقيمة المضافة المحققة من طرف الشركات الناشطة في الاقتصاد، ومن الطبيعي أن زيادة العوائد المتوقعة من الأسهم يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمارات المالية الأجنبية. وتزيد معدلات النمو السنوية المرتفعة والمستقرة من الثقة في اقتصاديات الدول النامية ومن ثم الثقة في أسواقها المالية ويزيد بذلك الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق.

يعتبر الناتج الداخلي الخام كذلك من بين محددات تدفق الاستثمار المحفظي الأجنبي إلى الدول النامية، فكلما كان حجم اقتصاد الدولة أكبر زاد من تدفق الاستثمار الأجنبي في سوقها المالي، إلا أن قوة التأثير ضعيفة كما يظهر من خلال صغر معلمة الناتج الداخلي الخام (**0,007**) والتي تمثل ميل الاستثمار المحفظي بالنسبة للناتج الداخلي الخام في الدول النامية طبعاً.

يؤدي ارتفاع سعر فائدة على الإقراض إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي، ويظهر ذلك من خلال معلمة سعر الفائدة في النموذج، ويمكن تفسير ذلك أن ارتفاع سعر الفائدة يعكس زيادة في طلب التمويل بما فيه التمويل الخارجي (الأجنبي) من طرف الأعوان الاقتصاديين، وبالتالي تقديم تحفيزات للحصول على تدفق الاستثمارات المالية الأجنبية.

أوضحت النتائج ارتفاع قيمة ($F = 14,55$) وارتفاع معنويتها الإحصائية إلى مستوى أقل من 1%، وهذا يعني ملائمة النموذج القياسي المستخدم في شرح العلاقة بين المتغير التابع (صافي تدفقات الاستثمار المحفظي) والمتغيرات المفسرة (النمو الاقتصادي، والناتج الداخلي الخام، وسعر الفائدة) لعينة الدول النامية خلال الفترة (2000-2014)، كما أن قيمة إحصائية دارين واتسون (**2,04**) تدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، لكن ضعف قيمة معامل التحديد (**0,1861**) تحد من قدرة النموذج في تفسير ظاهرة تدفق الاستثمارات المحفظية للدول النامية، ذلك لأن أكبر من 81% من التغير الحاصل في صافي تدفق الاستثمار المحفظي غير مفسر بهذا النموذج وإنما يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في هذا النموذج.

يمكن تفسير ضعف معامل التحديد بكون ظاهرة الاستثمار المحفظي قصيرة الأجل وتعرف تقلبات سريعة يوميا وحتى لحظيا، وتستجيب لتوقعات العائد والخطر في كل لحظة، في حين أن البيانات المستخدمة في النموذج بيانات سنوية، لذلك لم يظهر النموذج تفسيراً كبيراً لسلوك الظاهرة المدروسة (النموذج مبني على أساس بيانات سنوية لا يمكنه أن يفسر بدقة ظاهرة تعرف بالتغير في كل لحظة).

ثانياً - تقدير نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المحفظي في الدول المتقدمة:

نستخدم بيانات 17 دولة متقدمة لمحاولة بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار، ونستخدم نفس المتغيرات الاقتصادية التي استخدمت لبناء نموذج محدثات الاستثمار الأجنبي المباشر كمتغيرات مفسرة، ليأخذ النموذج الصياغة العامة التالية:

$$FPI = f(GDP, GDI, CD, NY, FDI, EX, EG, INF, INR, ER, TRD)$$

كما هو الشأن بالنسبة للنموذج السابق فقد تم تجريب العديد من النماذج باستخدام توليفات مختلفة من المتغيرات المتاحة وبصيغ رياضية مختلفة، بالرغم من تحسن قيمة معامل التحديد مقارنة بنموذج محدثات الاستثمار المحفظي في الدول النامية، إلا أن أغلب المتغيرات لم تظهر تأثير معنوي على صافي تدفقات الاستثمار المحفظي باستثناء الناتج الداخلي الخام ومتغير التضخم، ونعرض نماذج بانل الثلاثة لأحسن النتائج التي تم التوصل إليها في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-14): نتائج تقدير محددات الاستثمار المحفظي في الدول المتقدمة

نموذج الآثار العشوائية (REM)		نموذج الآثار الثابتة (FME)		نموذج الانحدار المجمع (PRM)		المتغير المفسر:
الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	الاحتمال	المعلمة	
0,1339	5,3994	0,3179	16,8966	0,1228	4,9106	C
0,0000	0,0094	0,0015	0,0741	0,0000	0,0104	GDP
0,0143	-7,8478	0,0041	-10,0788	0,0241	-7,0796	LINF
0,3447		0,4755		0,4221		R ² معامل التحديد
66,2766		11,8856		92,0343		F-statistic
0,0000		0,0000		0,0000		Prob(F-statistic)
1,7762		1,9419		1,7823		Durbin-Watson

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج EVIEWS 10

يظهر الجدول (4-14) تقارب النتائج بين النماذج الثلاثة سواء من ناحية تقارب معاملات المتغيرين المستقلين، أو من خلال التقارب بين معاملات التحديد، تظهر اختبارات المفاضلة بين النماذج أن:

- الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

$$\text{نجد أن: } F_{\text{statistic}} = 1,501 \text{ ، و } F_{(16,236)} = 1,68$$

بما أن: $F_{\text{statistic}} < F_{(16,236)}$ نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن النموذج متجانس، وأن نموذج الانحدار المتعدد هو الأنسب لتقدير العلاقة بين المتغير التابع (صافي تدفقات الاستثمار المحفظي للدول المتقدمة) والمتغيرات المفسرة (الناتج الداخلي الخام، والتضخم) وبتالي نموذج الاستثمار المحفظي في الدول النامية يأخذ الصياغة التالية:

$$FPI = 4,9106 + 0,0104 \text{ GDP} - 7,0796 \text{ LINF} + U_{it}$$

يوضح النموذج السابق أن قيمة معامل التحديد منخفضة نسبياً (0,42)، وهذا يعني أن المتغيرين الاقتصاديين الذي تضمنتها نتائج النموذج القياسي لا تفسر إلا ما يقرب من 42% فقط من التغيرات التي تحدث في صافي التدفق السنوي للاستثمار المحفظي الأجنبي لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة (2000-

(2014) في حين أن 58% من التغيير في صافي التدفقات السنوية للاستثمار المحفظي تعود لتأثير متغيرات أخرى غير مدرجة بهذا النموذج. أيضا أوضحت النتائج ارتفاع قيمة إحصائية فيشر ($F\text{-statistic} = 92,0343$) وارتفاع معنويتها الإحصائية إلى مستوى أقل من 1% (0.000) وهذا يعني ملائمة النموذج القياسي المستخدم في شرح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرين المستقلين المدرجين في النموذج.

كذلك أوضحت النتائج، أن إشارات متغير الناتج الداخلي الخام تدل على العلاقة الطردية بين حجم الاقتصاد وتدفق الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في السوق المالي للدول المتقدمة، وتشير قيمة معلمة الناتج الداخلي الخام إلى أن التغيير بوحدة واحدة (مليار دولار) في الناتج الداخلي الخام يؤدي إلى تغيير في نفس الاتجاه في صافي تدفق الاستثمار المحفظي قدره 0,01 وحدة (10 مليون دولار).

تتفق الإشارة السالبة لمتغير التضخم مع المنطق الاقتصادي، حيث ارتفاع معدلات التضخم يعرض المستثمرين الماليين الأجانب إلى تآكل عوائدهم من عملية الاستثمار، فمعدلات التضخم المرتفعة تعكس في جانب منها تراجع قيمة العملة المحلية، وبالتالي زيادة خطر سعر الصرف الذي يؤدي تراجع تدفق الاستثمارات المالية الأجنبية في السوق المالي المحلي.

خلاصة الفصل الرابع:

تجمع بيانات بانل بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، وتبرز أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، وهذا ما يتوافق مع طبيعة بيانات هذه الدراسة التي شملت جملة من المتغيرات الاقتصادية التي لها علاقة (من خلال الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية) بالحركة الدولية لرؤوس الأموال لغرض الاستثمار في شكلها: الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي. هذه البيانات تخص عينة تتكون من عشرين دولة نامية وعينة ثانية تتكون من سبعة عشر دولة متقدمة خلال الفترة (2000-2014).

فيما يتعلق بمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر تتفق نتائج العينتين في كون أن الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة السابقة يؤثر على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الفترة الحالية، كما أن الناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي من بين المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي المباشر وهذا إثبات لصحة وجود العلاقة الافتراضية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وبعض المتغيرات الاقتصادية التي تعكس حجم السوق والأداء الاقتصادي.

بالإضافة إلى العاملين السابقين (الناتج الداخلي الخام والنمو الاقتصادي) يظهر الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول النامية استجابة لمتغيرات اقتصادية أخرى كحجم الصادرات والدخل الفردي والدين الخارجي، في حين يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول المتقدمة بدرجة الانفتاح الاقتصادي التي تعكس تفضيل الاستثمار الأجنبي في الدول المتقدمة اقتصادياً التي تعتمد أكثر على التجارة الخارجية.

أما فيما يتعلق بمحددات الاستثمار المحفطي فيعتبر الناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي وسعر الفائدة أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على تدفق الاستثمار المحفطي للدول النامية. في حين يستجيب تدفق الاستثمار المحفطي للتغير في الناتج الداخلي الخام والتغير في معدلات التضخم في الدول المتقدمة.

الطائفة العامة

إن التطور الهائل في حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال جذب الاهتمام بهذه الظاهرة، لمحاولة تفسيرها والاستفادة منها، ويعكس الاختلاف فيما يتعلق بتسميتها وماهيتها وتصنيفها ومحدداتها، تتوزى التي ينظر من خلالها المهتمون بدراسة هذه الظاهرة، من هذا المنطلق جاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد مفهوم واضح للحركة الدولية لرؤوس الأموال وتحديد أهم مكوناتها، بالإضافة إلى اعتماد تصنيف يعتمد على معايير دقيقة وواضحة للترقية بين أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، بالإضافة لمحاولة إظهار أهم العوامل الاقتصادية المحددة لاتجاه التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، وتبيان أثر الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 على هذه التدفقات.

أولا - النتائج:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1- اتخذت الحركة الدولية لرؤوس الأموال أشكالاً متعددة مثل: الديون قصيرة الأجل وطويلة لأجل، الائتمان التجاري وقروض صندوق النقد الدولي، إلا أن الجزء الأكبر من هذه التدفقات يتمثل في الاستثمار المحفزي، والاستثمارات الأجنبية المباشرة، فبنهاية الثمانينات ومطلع التسعينات عرفت الحركة الدولية لرؤوس الأموال تطورا هاما سواء من حيث ارتفاع أحجامها أو من حيث الانتشار الجغرافي، وطغى عليها طابع الاستثمار الأجنبي سواء المباشر أو غير المباشر، فالمقصود بالحركة الدولية لرؤوس الأموال هي تحركات الأموال من إحدى الدول إلى دولة أخرى، بهدف شراء الأصول وتشمل هذه الأصول على السندات المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالإضافة للأسهم والأصول المادية مثل الآلات والعقارات.

2- يرجع التطور الهائل في حجم التدفقات الرأسمالية الدولية إلى مجموعة من العوامل المصاحبة لظاهرة العولمة الاقتصادية، للاستقرار النسبي الذي عرفه النظام النقدي الدولي والتوجه نحو الانفتاح على الأسواق العالمية والاستثمارات الأجنبية، وزيادة نشاط الشركات متعددة الجنسيات، وانخراط أغلب دول العالم في تكتلات اقتصادية.

3- تعددت التعاريف والنظريات المفسرة لظاهرة الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب التطورات التي عرفتتها هذه الظاهرة، وكذلك بسبب تعارض المواقف من الاستثمار الأجنبي كظاهرة اقتصادية لها آثار إيجابية على المؤشرات الاقتصادية، أو كظاهرة سلبية لها أبعاد سياسية نتيجة لتعارض أهداف الشركات متعددة الجنسيات مع الدول المضيفة، وتمثل الصورة النمطية للاستثمار الأجنبي المباشر في قيام مستثمر بشراء أو مساهمة بنسبة تفوق 10% في شركة مقيمة في دولة أجنبية.

4- يختلف الاستثمار المحفظي الأجنبي عن الاستثمار الأجنبي المباشر في كون الاستثمار المحفظي لا يعطي لصاحبه القدرة على إدارة الشركة المستثمر فيها، ويتمثل الاستثمار المحفظي في شراء أصول مالية (أسهم وسندات) من سوق مالية أجنبية، على أن لا تتجاوز نسبة المساهمة 10% في الشركة المستثمر فيها (عدد الأسهم المملوكة للمستثمر الأجنبي لا تتجاوز 10% من رأس مال الشركة).

5- تختلف القروض الخارجية عن الاستثمار الأجنبي المباشر في أن ملكية الأصول الإنتاجية التي يمول إنشاؤها بهذه القروض تصبح ملكية وطنية وليست أجنبية ولا يترتب على هذا النوع من التمويل الأجنبي تكوين حقوق ملكية مباشرة للأجانب، وتتضمن القروض الخارجية مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل، ولقد كانت القروض الدولية بالإضافة للمنح والمساعدات في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية إلى غاية نهاية الحرب الباردة بين الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد السوفياتي، أهم أشكال الحركة الدولية لرؤوس الأموال، قبل أن يتراجع دورها بزيادة أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي، كمصدرين للتمويل الدولي بديلين للقروض الدولية.

6- أعطت التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال على المستوى الدولي، بدائل تمويلية مهمة للدول المتلقية كما أثبت دورها الإيجابي في تمويل التنمية خاصة في الدول النامية، إلا أن هروب رؤوس الأموال الأجنبية تسبب في العديد من الأزمات المالية وانتشارها، فالأزمات المالية الذي تعرضت لها العديد من المناطق في العالم، عرفت معظمها طريقها للانتشار إلى أقطار أخرى خاصة مع تزايد الترابط الدولي نتيجة الانفتاح التجاري والتحرير المالي، فأزمة دول جنوب شرق آسيا بدأت من تيلندا قبل أن تنتقل إلى باقي الأقطار الآسيوية، كما وجد أن للأزمة المالية التي ضربت المكسيك سنة 1994 دور في أزمة دول جنوب شرق آسيا، ذلك أن الأموال الساخنة (رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية) والتي فاقمت الأزمة المالية في المكسيك بهروبها المكثف اتجهت في تلك الفترة نحو أسواق جنوب شرق آسيا، قبل أن تحدث نفس الأثر تقريبا، وكان لها الدور الكبير في تفاقم الأزمة في هته الدول نتيجة إتباع سلوك القطيع والهروب المكثف من الأسواق التي تعاني اضطرابات أو أي شكوك.

7- تحولت أزمة قطاع الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007 لتصبح أزمة واسعة النطاق شملت السيولة، والشركات الناشطة في القروض العقارية، ومن ثم المؤسسات المالية التي تورطت بتداول العقارات المؤمنة بالسندات الورقية، وبدأت الأزمة في الاتساع لتصبح أزمة عالمية سنة 2008، مؤثرة في أغلب النشاطات

الاقتصادية في العالم، وبدرجة أكبر في القطاعات المالية، فقد أدت إلى نقص حاد في السيولة وانخفاض قيمة الأصول المالية، وانحيار العديد من البورصات والبنوك وشركات التأمين.

8- أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم، فقد تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنحو 14% في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، وهبطت التدفقات العالمية الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر من مبلغ مرتفع عالميا مقداره 1871 مليار دولار سنة 2007 إلى 1489 مليار دولار سنة 2008.

9- أحدثت الأزمة المالية العالمية أثارا متباينة في مابين الدول المتقدمة والدول النامية، فقدت تحملت الدول المتقدمة الجزء الأكبر من تراجع تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في العالم بنسبة فاقت 29% سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، في حين جاءت أثار الأزمة المالية على الدول النامية متأخرة مقارنة بالدول المتقدمة، وبدا جليا سنة 2009 التي عرفت تراجعا ملحوظا في هذا التدفق وصل إلى (20%) في الدول النامية مجتمعة، وإلى حوالي (39%) في دول أمريكا اللاتينية والكاربيي.

10- أدت الأزمة المالية العالمية إلى تراجع حصة الدول المتقدمة من الاستثمار الأجنبي المباشر في المقابل زيادة حصة الدول النامية، فبعدها كانت الدول المتقدمة تستقطب النسبة الأكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتي لا تقل عن 65% قبل الأزمة المالية، بدأت هذه النسبة في التراجع بداية من سنة 2008، بالتزامن مع ذلك ارتفعت حصة الدول النامية لتقترب من نظيرتها الدول المتقدمة، قبل أن تتجاوزها سنة 2014، حيث استقطبت الدول النامية نسبة 55% من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي.

11- لم تحدث الأزمة المالية أثرا كبيرا على التوزيع الجغرافي لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة للدول النامية فيما بين القارات الثلاثة، فعلى الرغم من الارتفاع الطفيف في حصة دول القارة الإفريقية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة في سنوات اشتداد الأزمة (2008، 2009) قابله تراجع ضئيل في حصة الدول النامية الآسيوية في نفس الفترة، إلا أن هذا التوزيع عاد ليأخذ نفس النسب تقريبا الذي كان عليه قبل الأزمة، فالدول الآسيوية تستقطب نسبة تراوحت ما بين (65-70%) من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد للدول النامية خلال الفترة (2003-2015)، أما دول أمريكا اللاتينية والكاربيي فتستقطب نسبة تتراوح ما بين (20-25%)، في حين تراوحت حصة الدول الإفريقية ما بين (7-10%) خلال نفس الفترة.

12- تراجعت نسبة إسهام الدول المتقدمة في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عالمياً، فبعدما كانت النسبة تفوق 80% سنة 2007 تراجعت إلى حدود 60% سنة 2014، في المقابل زادت نسبة إسهام الدول النامية في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر، وبلغت قيمته 445,5 مليار دولار سنة 2014 وهو رقم قياسي، فهي بذلك تساهم مع الاقتصاديات الانتقالية بنسبة تفوق 39% من مجموع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة، بعدما كانت مساهمتها لا تتعدى نسبة 12% في مستهل الألفية، وصنفت ستة من البلدان النامية والانتقالية بين العشرين دولة الأكثر تصديراً للاستثمار الأجنبي المباشر في العالم.

13- أثرت الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار المحفظي في العالم بشكل كبير، فقد تراجع من 39.3 تريليون دولار سنة 2007، إلى 31 تريليون دولار سنة 2008، وبالرغم من اتجاه الاستثمار المحفظي في العالم نحو الارتفاع في فترة ما بعد الأزمة المالية، إلا أنه يتزايد بمعدلات أقل مقارنة بفترة ما قبل الأزمة، ففي الفترة من 2001 إلى غاية 2007، ارتفع الاستثمار المحفظي من 12.7 تريليون دولار إلى 39.3 تريليون دولار محققاً نسبة نمو بلغت 209.45% في غضون ستة سنوات، في حين الفترة من 2009 إلى غاية 2015 ارتفع حجم الاستثمار المحفظي في العالم من 37.6 تريليون دولار إلى 46.2 تريليون دولار بنسبة نمو 22.87% في خلال ستة سنوات كذلك.

14- أدت الأزمة المالية العالمية إلى تراجع حصة الدول الأوروبية من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافد في العالم، فرغم أنها حافظت على الحصة الأكبر، إلا أن هذه النسبة تراجعت من حوالي 60% في الفترة التي سبقت الأزمة، إلى أقل من 50% سنة 2015. أما بالنسبة لدول أمريكا الشمالية بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية، فقد كانت الأكثر تأثر بالأزمة المالية، وتراجعت حصتها من تدفقات الاستثمار المحفظي من 20.41% سنة 2007 إلى 15.45% سنة الأزمة 2008، إلا أنها سرعان ما استرجعت حصتها من تدفقات الاستثمار المحفظي بعد سنة 2009، لتستحوذ على نسبة وصلت إلى أكثر من 23% سنة 2015.

15- فيما يتعلق بمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر تتفق نتائج الدراسة القياسية لعينة من الدول النامية وعينة من الدول المتقدمة، في كون أن الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة السابقة يؤثر على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الفترة الحالية، كما أن الناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي من بين المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي المباشر وهذا إثبات لصحة وجود العلاقة الافتراضية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وبعض المتغيرات الاقتصادية التي تعكس حجم السوق والأداء الاقتصادي.

16- توجد علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول النامية وحجم الصادرات والدخل الفردي في هذه الدول، في حين يؤثر ارتفاع الدين الخارجي عكسيا على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية.

17- يرتبط الاستثمار المحفزي الوارد للدول النامية بعلاقة طردية مع كل من: الناتج الداخلي الخام ومعدل النمو الاقتصادي وسعر الفائدة في هذه الدول.

19- توجد علاقة طردية بين تدفق الاستثمار المحفزي إلى الدول المتقدمة و الناتج الداخلي الخام، في حين يرتبط الاستثمار المحفزي بعلاقة عكسية مع معدلات التضخم في الدول المتقدمة.

ثانيا - الاقتراحات:

يمكن من خلال نتائج هذا البحث أن نقدم الاقتراحات التالية:

- إن ضخامة حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال يتطلب من الحكومات والهيئات الاقتصادية الدولية بصفة خاصة، وضع ضوابط دقيقة تخص عملية تحويل الأموال والعملات، ومتابعة عمليات التحرير المالي بالنسبة للدول المقبلة على عمليات التحرير.

- التقليل من صيغ الاستثمار المالي قصير الأجل مع تشجيع الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل، من خلال اعتماد آليات تشجيعية لهذه الأخيرة، واعتماد معايير دولية للحد من حركة الأموال الساخنة.

- يمكن للهيئات الاقتصادية الدولية -صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بصفة خاصة- أن تتبنى إطارا تنظيميا وتشريعيا تعمل على تعميمه لاعتماده في كل الدول المنتسبة لها، ومن شأن ذلك أن يقلل من التفاوت في التوزيع الجغرافي للاستثمارات الأجنبية في العالم، ويضمن أن تستفيد كل الدول من التدفقات الدولية الضخمة لرؤوس الأموال.

ثالثا - أفاق البحث:

بعد عرض أهم النتائج المتوصل إليها، نشير إلى أنه هناك الكثير من الجوانب لم يتسنى لنا التفصيل فيها، فالتطرق لشكل واحد من الحركة الدولية لرؤوس الأموال ستكون دراسته أكثر تفصيلا ويمكن استخدام عينة أكبر وفترة دراسة أطول وستعطي نتائج أكثر دقة، كما أن استخدام بيانات شهرية أو أسبوعية - سواء تعلقت هذه البيانات بسوق مالي واحد أو مجموعة من الأسواق المالية- سيعطي نتائج أكثر دقة، فيما يخص محددات حركة الاستثمار المحففي في العالم.

قائمة المراجع

أولا - المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر 2009.
- 2- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، مصر 2001.
- 3- الموسوي ضياء مجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1989، دار الهدى للطباعة و النشر، الجزائر 1990.
- 4- الهندي منير إبراهيم، الأسواق المالية و أسواق رأس المال، مكتبة دالتا للطباعة، مصر 1998.
- 5- الياس ناصف، الشركات القابضة هولدينغ والشركات محصور نشاطها خارج لبنان أوفشور، الجزء الثالث، دون دار نشر وبلد نشر، ط3، 1998.
- 6- أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005.
- 7- بسام حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت 2003.
- 8- جمال غريب، صلاح الدين عقدة، التخلف الاقتصادي و التنمية، مطابع مركز التدريب المهني للشرطة، مصر بدون سنة نشر.
- 9- جون هدسون، مارك هرنندر، ترجمة: طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1987.
- 10- حسين كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011.
- 11- رضا عبد السلام، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر 2007.
- 12- رعد حسن الصرن، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار رضا للنشر، سوريا
- 13- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة رقم 8، الكويت 1987.
- 14- زاهد محمد دبيري، إدارة الأعمال الدولية، دار الثقافة، الأردن 2011.
- 15- سالم رشدي سيد، إدارة التمويل الدولي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2015.
- 16- سامي عفيف حاتم، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير، الدار المصرية اللبنانية، مصر 1994.
- 17- سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار حامد، الأردن 2000.

- 18- سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مدخل في تحليل الخيارات المالية للشركة متعددة القومية وتحدياتها في عصر العولمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان 2001.
- 19- سمير أمين، التراكم على الصعيد الدولي، دار بن خلدون، لبنان 1978.
- 20- سمير محمد عبد العزيز، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2001.
- 21- صندوق النقد الدولي، الإسكان والدورة الاقتصادية، أفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن 2009.
- 22- عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة 2010.
- 23- عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الاستثمار الدولي، المكتب العربي الحديث، مصر 1991.
- 24- عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، ط1، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، بيروت، 2001.
- 25- عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2001.
- 26- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر 2000.
- 27- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009.
- 28- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظماتها شركاتها تداعياتها، الدار الجامعية، مصر 2008.
- 29- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان الأردن، 1999.
- 30- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر 2010.
- 31- عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005.
- 32- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن 2009.
- 33- علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة، الأردن 2007.
- 34- عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي 2000.
- 35- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر 2001.

- 36- فريد راغب النجار، إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2010.
- 37- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2004.
- 38- قابل محمد صفوت، الدول النامية والعمولة، الدار الجامعية، مصر 2004.
- 39- محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العمولة، دار المنهل اللبناني، لبنان 2001.
- 40- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2010.
- 41- محمد ماطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن 2005.
- 42- محمد محمود الإمام، التكامل الاقتصادي الإقليمي بين النظرية والتطبيق، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 2000.
- 43- محمود عبد الرزاق، قضايا تاريخية ومعاصرة في التمويل الدولي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2011.
- 44- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة 1997.
- 45- منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، مصر 2011.
- 46- مورد خاي كريانين، ترجمة: محمد ابراهيم منصور، علي مسعود عطية، مدخل للاقتصاد الدولي، دار المريخ، الطبعة الثانية عشر، السعودية 2007.
- 47- نشأت علي عبد العال، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، دار الفكر الجامعي، مصر 2012.
- 48- نوزاد عبد الرحمن الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشاني، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2007.
- 49- مناء عبد الغفار السامرائي، الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أمودجاً، منشورات بيت الحكمة، العراق 2002.
- 50- هوجيندورون و ب. يراوان، ترجمة: محمد سمير كرم، الاقتصاد الدولي الحديث، مكتبة الوعي العربي، لبنان 1979.
- 51- هيرتس نورينا، السيطرة الصامتة، ترجمة: صدقي حطاب، سلسلة عالم المعرفة، العدد 336، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت 2007.
- 52- يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، مصر 2004.

2- مقالات ودوريات:

- 1- إبراهيم موسى، قياس وتحليل اثر التدفقات المالية الدولية في التنمية الاقتصادية في بلدان نامية مختارة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 9، 2009.
- 2- أكرم الحوراني، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا 2004.
- 3- أنمار حاجي ومحمد نايف، أثر التجارة الإلكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق رأس المال الأجنبي لعينة من الدول الآسيوية باعتماد التصنيف الصناعي، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، 2006.
- 4- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، معوقات الاستثمار في الدول العربية، سلسلة دراسات اقتصادية واستثمارية، رقم 7، الكويت بدون سنة نشر.
- 5- بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، سلسلة جسر التنمية، العدد 30، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004.
- 6- بهجت محمد أبو النصر، التحول في دور الدولة وإعادة اكتشاف الحكومة، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، الأمانة العامة لمجلس الوحدة الاقتصادية العربية، العدد الرابع والعشرين، السنة الرابعة عشرة، جوان 2002.
- 7- حسان خضر، الاستثمار الأجنبي تعريف وقضايا، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004.
- 8- حسين عبد المطلب الأسرج، سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 83، ديسمبر 2005.
- 9- زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد (21) 2012، متوفر على الموقع: <http://www.iasj.net>.
- 10- زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الأجنبية في التطوير التنظيمي، النهضة، المجلد 13، العدد 2، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر 2012.
- 11- سالم م داربار وأخرون، تقييم المراكز المالية فيما وراء البحار، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن سبتمبر 2003.
- 12- سرمد كوكب الجميل، المسؤولية الاجتماعية للاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة علوم إنسانية، مجلة الكترونية، العدد 18، سبتمبر 2005، متوفر على الموقع: <http://www.uluminsania.net>

- 13- طلال زغبة، الأشكال الجديدة لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير القائم على المساهمة في رأس المال وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول النامية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 11، الجزائر 2014.
- 14- عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، مجلد 16، العدد 1، السعودية 2010.
- 15- عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران كاظم، قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الكلية للبلدان النامية الهند حالة دراسية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 18، العراق 2009.
- 16- علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية، العدد 63-64، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2013.
- 17- ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن 2004.
- 18- محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جلب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 61-62، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2013.
- 19- مفتاح صالح وبوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر 2013.
- 20- مفيد ذنون يونس و دنيا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق 2006.
- 21- ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، عدد ماي 2004، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004.
- 22- هشام حنصل عبد الباقي، تقدير حجم المعونة الأمثل للاقتصاد البحريني، بحوث اقتصادية عربية، العدد 40، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر ولبنان 2007.

3- أطروحات ومذكرات:

- 1- إبراهيم محسن عجيل، الشركات متعددة الجنسيات وسيادة الدولة، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2008.
- 2- العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر 2013.
- 3- أمال قحاييرة ، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2006.
- 4- أنور الحاج ، المناطق الحرة في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 2007.
- 5- بوبكر بعداش، مظاهر العولمة من خلال نشاط الشركات العالمية متعددة الجنسيات حالة قطاع البترول، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2008.
- 6- جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة تلمسان 2013.
- 7- حسين بن الطاهر، دراسة وتحليل مديونية العالم الثالث دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر 2008.
- 8- صواليبي صدر الدين، النمو و التجارة الدولية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر 2006.
- 9- عبد الرشيد بن ديب، تنظيم وتطور التجارة الخارجية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2003.
- 10- عبد القادر باب، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2004.
- 11- عبد القادر بريس، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2003.
- 12- عبد القادر ناصور، إشكالية الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر محاولة تحليل، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بوبكر بلقايد - تلمسان، الجزائر 2014.
- 13- عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وأثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2008.

- 14- فارس فصيل، أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر 2004.
- 15- فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر 2006.
- 16- كريمة فرحي، أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع دراسة مقارنة بين الصين تركيا مصر والجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر (3) 2013.
- 17- كمال مرداوي، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المتخلفة -حالة الجزائر أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة 2013.
- 18- محمد حشماوي، الاتجاهات الجديدة للتجارة الدولية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2006.

4- التقارير والمؤتمرات والندوات:

- 1- أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، 19-20 كانون الأول/ديسمبر 2009، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان 2009.
- 2- حازم الببلاوي، الاستثمار الخارجي وفجوة التمويل المحلي، المؤتمر العلمي السادس حول الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية، بيروت 29-28 جوان 2002.
- 3- حسن بن رفان الهجهوج، اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر الاستثمار والتمويل تطوير في الإدارة العربية لجذب الاستثمار، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر من 5 إلى 8 ديسمبر 2004.
- 4- عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحروقات في ظل المناخ الاستثماري الاقتصادي الجديد، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 22 و 23 أبريل 2003.
- 5- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، المؤتمر العلمي الدولي حول "لأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان ديسمبر 2010.

- 6- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية مفهومها وأسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والأفاق المستقبلية- جامعة الإسراء، الأردن 28-29 أبريل 2009.
- 7- صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009 مكافحة الأزمة العالمية، واشنطن 2009، حمل من الموقع الإلكتروني: www.imf.org تاريخ التحميل: 2015/03/18.
- 8- كمال رزيق، عبد السلام عقون، الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية وحلونها إسلامية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة، جامعة فرحات عباس سطيف، أكتوبر 2009.
- 9- مجدي الشورجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، 13 و14 ديسمبر 2011.
- 10- محمد بوسنينة، الأفاق المستقبلية للمديونية الخارجية وأثارها على النمو الاقتصادي في الوطن العربي، ندوة المديونية في الوطن العربي، معهد التخطيط القومي، مصر 1992.
- 11- محمد عميرة، أبعاد المديونية الخارجية للأردن، ندوة المديونية في الوطن العربي، معهد التخطيط القومي، مصر 1992.
- 12- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2010 الاستثمار في اقتصاد منخفض الكربون، الأمم المتحدة، نيويورك 2010.
- 13- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي الشركات عبر الوطنية والصناعات الاستخراجية والتنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2007.
- 14- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2009 الشركات عبر الوطنية والإنتاج الزراعي والتنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2009.
- 15- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2013 سلاسل القيمة العالمية: الاستثمار والتجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2013.
- 16- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 2013، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2013.
- 17- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي 2014 الاستثمار في أهداف التنمية

المستدامة، الأمم المتحدة، نيويورك وجنيف 2014.

18- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار وسياسة مواجهاتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

ثانيا - المراجع باللغات الأجنبية:

1- الكتب:

- 1- Badi H. Baltagi, Econometrics, Fourth edition, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2008.
- 2- Badi H Baltagi, Econometric analysis panel data, Third edition, England 2005. En ligne: https://himayatullah.weebly.com/uploads/5/3/4/0/53400977/baltagi-econometric-analysis-of-panel-data_himmy.pdf
- 3- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers Gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris 1998.
- 4- Dielman, Pooled Cross Sectional and Time Series Data Analysis, Texas Chirstian University, USA 1989.
- 5- Gérard lafay, Maîtriser le libre échange, Economica, Paris, 1994.
- 6- Hill Charles, International business, 4th Ed, New York 2003. En ligne: <dSPACE.elib.ntt.edu.vn/>
- 7- Jacques Adaa, La Mondialisation de l'économie, La Découverte, Paris 1998.
- 8- Mechèl Drouin, Le système financier International, Armand Colin, Paris 2001.
- 9- Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille analyse quantitative de rentabilité et des risques, Pearson éducation, Paris 2004 .
- 10- Muchielli J L, Les firmes multinationales mutations et nouvelles perspectives, Economica, Paris 1985.
- 11- Noureddine ben Ferha, Les multinationales et la mondialisation, perspectives et enjeux pour l'Algérie, El Dahleb, Alger 1999.
- 12- Pierre Jacquement, La firme multinationale, introduction Economique, Edition Economica, Paris 1990 .
- 13- Raymond bertand , Economie financière internationale, Edition PUF, Paris 1971.

- 14- Regis Bourbonnais, Econométrie, 7ème edition, Donod, Paris 2009.
- 15- S H Robock and K Simmonds, International business and multinational enterprise, Illinois richardd Irwin, 1983.
- 16- William H Green, Econometric Analysis, 5^{em} Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 2007. En ligne: <https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html>
- 17- Yves Crozet, Lahsen Abdemalki, Daniel Dufourt, René Sandretto, Les grandes questions de l'économie internationale, Edition Nathan, Paris 1997.

2- مقالات ودوريات:

- 1- Alain Trognon, L'économétrie des panels en perspective, Revue d'économie politique , 113 (6) Nov/Déc 2003. En ligne: https://www.cairn.info/load_pdf.php?ID_ARTICLE=REDP_136_0727
- 2- Christophe Hurlin et Valerie Mignon, Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel, Université d'Orléans, Janvier 2005. En ligne : <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00078770/document>.
- 3- Hale Daid, les marchés émergents et la transformation de l'économie mondiale, Revue d'économie financière, N^o : 30, 1994: En ligne: www.persie.fr/doc/ecofil-09087.
- 4- Hsiao, C, 1986, Analysis of Panel Data , Econometric Society Monographs N^o 11, Cambridge University Press. En ligne: <https://assets.cambridge.org/052181/8559/sample/0521818559WS.pdf>
- 5- Im K S and Pesaran M and Shin Y, Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels, revised version of DAE, Working paper 9526, University of Cambridge 2003. En ligne: <https://www.itd.bus.ucf.edu/cdn/economics/workingpapers/2002-31.pdf>
- 6- Jacquillat Bertrand, Instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, Revue Problèmes économiques, n°2958, Paris novembre 2008.
- 7- Levin A and Lin C and Chu C, Unit root test in panel data Asymptotic and finite sample properties, Journal of Econometrics 108, Paris 2002. En ligne: http://homepage.ntu.edu.tw/~ntuperc/docs/publication/2002_25_Lin.pdf

8- Robert Yaffee, A primer for panel data analysis, Sociale science, Statistique and mapping, New York Université, Novembre 2003. En ligne: http://web.pdx.edu/~crkl/ec510/pda_yaffee.pdf

3- التقارير:

- 1- Banque de France, Documents et débats, n°2, Paris 2009.
- 2- Banque de France, la crise financière, documents et débats, n°2, Paris février 2009.
- 3- Patrick Artus, La crise des Subprimes, la Documentation Française, Paris 2008.
- 4- UNCTAD, World investment report 2016, investor nationality policy challenges, United Nations, Geneva 2016.
- 5- UNCTAD, World investment report transnational corporation agricultural production and development, New York and Geneva, 2009.
- 6- UNCTAD, World investment report, New York 2006.

ثالثا - مواقع الانترنت:

- 1- الجوزي جميلة، أسباب الأزمة وجذورها، مقال منشور على الموقع: <http://iefpedia.com/arab>، تاريخ الإطلاع: 2014/03/23.
- 2- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم، منشورة على الموقع: <http://iid-alraid.com> تاريخ الاطلاع: 2013/07/14.
- 3- يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008 منشورة على الموقع: <http://iefpedia.com>، تاريخ الاطلاع: 2013/09/07.
- 4- الموقع الالكتروني لقاعدة بيانات للبنك الدولي: <http://www.data.albankaldawli.org/indicator>
- 5- الموقع الالكتروني لقاعدة بيانات مؤتمر المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) على: <http://unctadstat.unctad.org>
- 6- الموقع الالكتروني لقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع: <http://data.imf.org>

7- الموقع الالكتروني قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الموقع:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/>