



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
شعبة العلوم الاقتصادية



الموضوع

دور الاستثمار الأجنبي في نقل الأزمات الاقتصادية من دولة إلى دولة

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
شعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

أ.د - مرغاد لخضر

إعداد الطالب:

زغدي عادل

لجنة المناقشة

أعضاء اللجنة	الرتبة	الجامعة	الصفة
- قريد عمر	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد خيضر بسكرة	رئيسا
- مرغاد لخضر	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد خيضر بسكرة	مقررا
- خير الدين وحيد	أستاذ محاضر أ	جامعة محمد خيضر بسكرة	مناقشا
- خروبي مراد	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة	مناقشا
- شريط صلاح الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد بوضياف مسيلة	مناقشا
- بن موسى بشير	أستاذ محاضر أ	جامعة حمدة لخضر الوادي	مناقشا



..... ﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ﴾

﴿وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾ سورة المجادلة الآية 11

إِهْدَاء

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم

إلى القلب الكبير .. والدي العزيز

إلى رمز الحب وبلسم الشفاء إلى القلب الناصع بالبياض .. والدتي الحبيبة

إلى كل العائلة الكريمة .. إختوتي, أخواتي

إلى من صاغوا لي من علمهم حروفا ومن فكرهم منارة .. أساتذتي الكرام

إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء, إلى ينباع الصدق الصافي

إلى من معهم أسعد، وبرفقتهم في دروب الحياة والخير أسير .. أصدقائي

إلى كل هؤلاء ... أهدي هذا العمل

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله ذي النعمة والجلال سبحانه وتعالى ذو الكمال

الحمد لله الذي لولاه ما جرى قلم وما نطق لسان

يفيض القلب ويسعد اللسان بالإشادة بمن رسم الطريق لهذا البحث

وقدم العون وأنار البصيرة بالأستاذية المخلصة والريادة الحقة

فالشكر الكبير لأستاذنا الفاضل الأستاذ الدكتور: **خضر مرغاد**

لما قدمه من عون مستمر وجهد متواصل وعناية فائقة

والشكر موصول إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد

في إتمام هذا البحث

وإن كان الشكر الذي أعارني رداءه وقلدني طوقه وسناؤه

لا يعجز عندما يعجز البيان عن تبياناه

الباحث

المخلص:

تهدف هذه الأطروحة إلى تقديم تحليل معمق لدور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية عبر الحدود الوطنية، مع التركيز على الآليات التي تساهم في انتشار الصدمات المالية والتجارية بين الدول. تسعى الدراسة إلى تفسير كيف يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تتحول من محفز للنمو الاقتصادي إلى وسيلة لنقل الأزمات الاقتصادية، مما يؤدي إلى ما يُعرف بـ "عدوى الأزمات". يعتمد البحث على إطار تحليلي شامل يجمع بين المنهجيات الكمية والنوعية لتقديم فهم أكثر دقة لهذه الظاهرة.

من الناحية المنهجية، تجمع الدراسة بين التحليل الوصفي، التحليلي، والتاريخي لاستكشاف النظريات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية. كما تتضمن استخدام دراسة دراسة قياسية باستخدام نموذج VECM وتحليل استجابة الصدمات (IRF) وتفكك التباين (VD) خلال الأزمة المالية العالمية لعام 2008 خلال الفترة من 2000 إلى 2012 شملت 10 دول . يتيح هذا النهج المزدوج تقديم رؤية متكاملة لانتقال الأزمات عبر الدول واستكشاف الدور الذي تلعبه العوامل الاقتصادية والمالية في هذه الديناميات.

تشير نتائج التحليل التطبيقي باستخدام نموذج VECM أن هناك علاقة طويلة الأجل تربط بين النمو الاقتصادي والاستثمارات الأجنبية بشقيها. وقد لعبت الاستثمارات غير المباشرة دوراً جوهرياً في تضخيم ونقل صدمة الأزمة المالية العالمية 2008 إلى الاقتصاديات الدول الأخرى، من خلال التقلبات الحادة في تدفقات المحافظ الاستثمارية والائتمان المصرفي الأجنبي. في المقابل، أثبت الاستثمار الأجنبي المباشر أنه أكثر ثباتاً واستمرارية، فإسهامه في التقلبات كان طفيفاً بينما حافظ على أثر إيجابي معتدل في المدى الطويل على النمو.

توفر الدراسة رؤى مهمة لصانعي السياسات، حيث توصي بتعزيز التعاون الدولي والإقليمي لمراقبة التدفقات المالية والتجارية بشكل أكثر فعالية، والحد من المخاطر التي قد تنشأ عن العدوى الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، تُظهر الدراسة أن تطوير أنظمة إنذار مبكر للأزمات المالية قد يساهم في تقليل آثار الأزمات على الاقتصادات الناشئة والمتقدمة على حد سواء.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي، الأزمات المالية، عدوى الأزمات المالية.

ABSTRACT:

This dissertation aims to provide an in-depth analysis of the role of foreign investments in transmitting economic crises across national borders, focusing on the mechanisms that contribute to the spread of financial and trade shocks between countries. The study seeks to explain how foreign investments can shift from being a driver of economic growth to a channel for transmitting economic crises, leading to what is known as "crisis contagion." The research relies on a comprehensive analytical framework that combines quantitative and qualitative methodologies to offer a more precise understanding of this phenomenon.

From a methodological perspective, the study integrates descriptive, analytical, and historical approaches to explore theories related to foreign investments and economic crises. It also includes an econometric study using the VECM model, impulse response function (IRF), and variance decomposition (VD) analysis during the 2008 global financial crisis. The study covers the period from 2000 to 2012 and includes 10 countries. This dual approach provides a holistic view of crisis transmission across countries and examines the role of economic and financial factors in these dynamics.

The empirical analysis using the VECM model indicates the presence of a long-term relationship between economic growth and both types of foreign investments. Indirect investments played a crucial role in amplifying and transmitting the shock of the 2008 global financial crisis to other economies through sharp fluctuations in portfolio investment flows and foreign bank credit. In contrast, foreign direct investment (FDI) proved to be more stable and persistent, contributing only minimally to fluctuations while maintaining a moderately positive long-term impact on growth.

The study offers valuable insights for policymakers, recommending enhanced international and regional cooperation to monitor financial and trade flows more effectively and mitigate the risks associated with economic contagion. Furthermore, the findings highlight the importance of developing early warning systems for financial crises, which could help reduce the impact of crises on both emerging and advanced economies.

Keywords: Foreign investment, financial crises, contagion of financial crises.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الإهداء

شكر وتقدير

الملخص

فهرس المحتويات VI-I

قائمة الجداول VIII -VII.....

قائمة الأشكال IX -X

المقدمة العامة.....أ-ل

الفصل الأول: الاسس النظرية والمفاهيمية للاستثمار الأجنبي 1

تمهيد..... 2

المبحث الأول: ماهية الاستثمار وطبيعته..... 3

المطلب الاول: مفهوم الاستثمار خصائصه ومخاطره..... 3

الفرع الاول: مفهوم الاستثمار..... 3

الفرع الثاني: خصائصه ومخاطره:..... 5

الفرع الثالث: مفاهيم الاستثمار الدولي وأشكاله..... 7

المطلب الثاني: أهمية ومبادئ الاستثمار..... 9

الفرع الاول: أهمية الاستثمار..... 9

الفرع الثاني: مبادئ الاستثمار..... 10

الفرع الثالث: خصائص و مميزات الاستثمار..... 11

المطلب الثالث: أهداف الاستثمار..... 12

الفرع الاول: الأهداف الاقتصادية..... 12

الفرع الثاني: الأهداف التكنولوجية..... 13

الفرع الثالث: الأهداف الاجتماعية..... 13

الفرع الرابع: الأهداف السياسية..... 14

المطلب الرابع: مجالات الاستثمار..... 14

15	الفرع الاول: المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار.....
16	الفرع الثاني: المعيار النوعي لمجال الاستثماري.....
18	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار.....
18	المطلب الاول: أدوات الاستثمار الحقيقي.....
18	الفرع الاول: العقار.....
18	الفرع الثاني: السلع.....
19	الفرع الثالث: المشروعات الاقتصادية.....
19	الفرع الرابع: المعادن النفيسة.....
20	المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي.....
20	الفرع الاول: : أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل.....
22	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار المالي الطويل الأجل.....
27	الفرع الثالث: أدوات استثمارية أخرى.....
30	المبحث الثالث: أنواع الاستثمارات الأجنبية.....
31	المطلب الاول: الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
32	المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي المباشر.....
32	الفرع الاول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر.....
34	الفرع الثاني: أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر.....
36	المطلب الثالث: الشركات المتعددة الجنسيات كإحدى صور الاستثمار الأجنبي المباشر.....
37	الفرع الاول: تعريف الشركات المتعددة الجنسيات.....
37	الفرع الثاني: سمات الشركات المتعددة الجنسيات.....
38	الفرع الثالث: دور الشركات المتعددة الجنسيات الداعم للاقتصاد العالمي.....
39	المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر.....
40	الفرع الاول: نظرية التحركات الدولية لرأس المال.....
40	الفرع الثاني: نظرية عدم كمال السوق، ومدخل المنشأة الصناعية، ودورة حياة المنتج.....
44	الفرع الثالث: نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية ونظرية الموقع.....
46	الفرع الرابع: النظرية الانتقائية.....
49	خلاصة الفصل الأول.....
50	الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للآزمات الاقتصادية.....

51	تمهيد
52	المبحث الأول: تعريف الأزمات المالية وانواعها
52	المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية وتاريخها
52	الفرع الأول: تعريف الأزمة الاقتصادي
54	الفرع الثاني: تاريخ الأزمات المالية
62	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
65	المطلب الثالث: محددات الأزمات المالية
73	المطلب الرابع: تفسير الأزمات المالية في الفكر الاقتصادي
73	الفرع الأول: تطور النظريات المفسرة للأزمات المالية
76	الفرع الثاني: التفسير الرأسمالي للأزمات المالية
84	الفرع الثالث: الأزمات المالية في الفكر الماركسي
85	المبحث الثاني: عرض تاريخي لأبرز الأزمات المالية السابقة
86	المطلب الأول: لمحة حول أزمات القرن التاسع عشر
86	الفرع الأول: سرد أهم أزمات القرن التاسع عشر
87	الفرع الثاني: خصائص أزمات القرن التاسع عشر
89	المطلب الثاني: أزمة الكساد الكبير وأزمة الاثنين الأسود
89	الفرع الأول: أزمة الكساد الكبير
95	الفرع الثاني: مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية لغاية أزمة الثمانينات
97	الفرع الثالث: أزمة الاثنين الأسود
99	المطلب الثالث: أهم الأزمات المندلعة من خارج الأسواق المالية الأمريكية
99	الفرع الأول: أزمة النمور الآسيوية
105	الفرع الثاني: بعض أزمات دول أمريكا اللاتينية
108	المطلب الرابع: أزمات الألفية الجديدة
108	الفرع الأول: الركود الأمريكي في مطلع الألفية الجديد
111	الفرع الثاني: أزمة فقاعة شركات الانترنت "أزمة الدوت كوم"
111	الفرع الثالث: أزمة الثلاثاء الأسود
115	خلاصة الفصل الثاني

116	الفصل الثالث: عدوى الازمات الاقتصادية والنمذجة الإحصائية لقياسها
117	تمهيد:
118	المبحث الأول: العولمة الاقتصادية والمالية:
118	المطلب الأول: مفهوم العولمة
122	المطلب الثاني: نشأة العولمة
124	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي لظاهرة العولمة
127	الفرع الأول: تعريف العولمة الاقتصادية
129	الفرع الثاني: مظاهر العولمة الاقتصادية
136	المطلب الرابع: العولمة المالية
136	الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية
137	الفرع الثاني: تطور ومؤشرات العولمة المالية
141	الفرع الثالث: مظاهر العولمة المالية
143	الفرع الرابع: الأزمات المالية العالمية وارتباطها بالعولمة المالية
145	المبحث الثاني: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها
145	المطلب الأول: قنوات انتشار الأزمات المالية
145	الفرع الأول: مفهوم انتشار الأزمة المالية
145	الفرع الثاني: قنوات انتشار الأزمات المالية
147	المطلب الثاني: عدوى الأزمات المالية
147	الفرع الأول: ماهية عدوى الأزمات المالية وأصنافها
148	الفرع الثاني: آليات انتقال الأزمات المالية
149	الفرع الثالث: نماذج العدوى المالية ومؤشرات حدوثها
153	المبحث الثالث: المناهج التجريبية لاختبار العدوى
156	المطلب الأول: المطلب الأول : نماذج ليس لها قناة نقل محددة
156	الفرع الأول: نموذج العامل الكامن
157	الفرع الثاني: تحليل الحركة
160	الفرع الثالث: نموذج اللاخطية:
161	المطلب الثاني: نماذج ذات قنوات نقل محددة

163	خلاصة الفصل الثالث
	الفصل الرابع: دراسة قياسية لديناميكيات الاستثمار الأجنبي في نقل الأزمات المالية
164	خلال الأزمة المالية العالمية 2008
165	تمهيد :
	المبحث الأول: النظريات المفسرة لدور الاستثمارات الأجنبية في انتقال الازمات الاقتصادية بين الدول..
166	
166	المطلب الأول: نظرية العدوى
167	المطلب الثاني: نظرية التبعية
169	المطلب الثالث: نظرية العولمة
171	المطلب الرابع: نظرية التمويل
172	المطلب الخامس: نظرية تنويع المحفظة الاستثمارية
174	المطلب السادس: نظرية الاقتصاد السياسي
176	المبحث الثاني: دور الاستثمارات الأجنبية كقناة لنقل الأزمات المالية بين الدول
176	المطلب الأول: تعريف القنوات التجارية والمالية لنقل الازمات
177	الفرع الأول: القناة التجارية
178	الفرع الثاني: القناة المالية
179	المطلب الثاني: أهمية الاستثمارات الأجنبية كقناة لنقل الازمات
180	الفرع الأول: العوامل المساهمة في انتقال الازمات
181	الفرع الثاني: أهمية استخدام الازمة المالية 2008 كدراسة حالة
	المبحث الثالث: الدراسة القياسية للاستثمار الاجنبي خلال الأزمة المالية العالمية 2008
181	باستخدام نماذج بانل خلال الفترة 2000-2012
182	المطلب الأول: منهجية و إجراءات الدراسة القياسية
182	الفرع الأول: متغيرات ومصادر البيانات لدراسة
183	الفرع الثاني: المعادلات الرياضية المستخدمة
184	المطلب الثاني: الاختبارات الإحصائية لمنوذج القياسي
185	الفرع الأول: اختبار الجذر الوحدوي (UNIT ROOT TEST)
187	الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك وتحديد العلاقات طويلة الأجل

189	الفرع الثالث: اختيار عدد الإبطاءات المثلى (VAR Lag Order Selection)
190	الفرع الرابع: تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل النتائج
197 ...	الفرع الخامس: تحليل استجابة الصدمات (Impulse Response Functions – IRF)
202	الفرع السادس: : تحليل تباين الأخطاء التنبؤية (Variance Decomposition)
204	الفرع السابع: : اختبارات جودة النموذج: الارتباط الذاتي والتباين غير المتجانس
205	المطلب الثالث: نتائج الدراسة القياسية:
207	خلاصة الفصل الرابع
208	الخاتمة
216	قائمة المراجع
230	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-2	محددات الازمات المالية وفقا للدراسات التطبيقية السابقة	66
2-2	تسلسل تاريخي بياني للأزمات الكلاسيكية للقرن التاسع عشر	88
1-3	نماذج العدوى المالية	149
2-3	المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية	151
3-3	الظروف التي تشير إلى إمكانية التعرض للإصابة بالعدوى	152
1-4	وصف المتغيرات الأساسية في الدراسة	183
2-4	نتائج اختبار الجذر الودودي للمتغيرات في المستوى (قبل التفاضل)	186
3-4	نتائج اختبار الجذر الودودي بعد التفاضل الأول	186
4-4	اختبار Johansen Cointegration Test Results	188
5-4	اختبار عدد الإبطاءات المثلى VAR Lag Order Selection	189
6-4	اختبار العلاقة طويلة الأجل (Cointegrating Equation)	190
7-4	اختبار ديناميكية الأجل القصير وتصحيح الاختلال (معاملات VECM)	193
8-4	اختبار فروق المتغيرات المتأخرة	195
9-4	اختبار Impulse Response Functions – IRF	198
10-4	تفكيك تباين خطأ التنبؤ في معدل نمو GDP عبر الزمن (النسب المئوية تبين مساهمة كل صدمة في تباين معدل النمو)	203
11-4	اختبار الارتباط الذاتي (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	205
12-4	جدول اختبار التباين غير المتجانس: (White Test)	205

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة	1-1
43	دورة حياة المنتج الدولي	2-1
70	علاقات الترابط بين عوامل الأزمة المالية وفقا لنموذج (MISHKIN))	1-2
91	انهيار أسعار السندات بسوق الأوراق المالية خلال فترة الكساد الكبير	2-2
133	دور التكنولوجيا في زيادة قدرة المشروعات على التعولم	1-3
146	قنوات انتشار الأزمات المالية	2-3
155	نظرة عامة على الدراسات التجريبية حول العدوى	4-3
201	يمثل دوال الاستجابة الدفعية لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP Growth Rate) والمتغيرات الأخرى	1-4

المقدمة العامة

المقدمة العامة

شهد الاقتصاد العالمي على مر العقود تطورات هائلة في العلاقات الاقتصادية والتجارية بين الدول، وبرز دور الاستثمارات الأجنبية كعنصر أساسي في هذه الديناميكيات. فقد ساهمت التدفقات الاستثمارية عبر الحدود في تعزيز النمو الاقتصادي وتوسيع الأسواق، مما أدى إلى تعميق الترابط بين الاقتصادات الوطنية. ومع ذلك، ترافق هذا الترابط مع تزايد التعرض للصدمات الاقتصادية والأزمات التي قد تنشأ في دولة ما، ثم تنتقل إلى دول أخرى عبر قنوات متعددة، من ضمنها الاستثمارات الأجنبية.

اذ تمثل الاستثمارات الأجنبية جزءًا لا يتجزأ من النظام الاقتصادي العالمي المعاصر. فهي تسهم في توجيه رأس المال نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة، مما يدعم النشاط الاقتصادي ويعزز من فرص النمو. إلا أن هذه التدفقات المالية، وعلى الرغم من أهميتها، يمكن أن تلعب دورًا في تحويل الصدمات الاقتصادية عبر الحدود، مما قد يسهم في انتشار الأزمات المالية والاقتصادية بين الدول. وفي هذا السياق، تبرز الحاجة إلى دراسة الآليات التي تربط بين الاستثمارات الأجنبية وعمليات انتقال الأزمات.

خلال العقود الأخيرة، شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات اقتصادية، مثل الأزمة المالية الآسيوية في أواخر التسعينيات، والأزمة المالية العالمية في عام 2008. وقد أثارت هذه الأزمات تساؤلات حول دور التدفقات الاستثمارية الأجنبية في تسريع أو تخفيف تأثير الأزمات. فبينما تُعتبر الاستثمارات الأجنبية محركًا رئيسيًا للنمو والتكامل الاقتصادي، فإن طبيعتها المتغيرة، والاعتماد المتزايد على أسواق المال العالمية، قد تؤدي إلى تعرض الاقتصادات لمخاطر جديدة، خاصة في أوقات الأزمات.

إن الروابط الاقتصادية العالمية، التي تعززها الاستثمارات الأجنبية، تُضفي طابعًا أكثر تعقيدًا على كيفية انتشار الأزمات الاقتصادية. سواء كانت هذه الأزمات ناشئة عن اضطرابات مالية أو صدمات تجارية، فإن الترابط الوثيق بين الدول من خلال الاستثمارات الأجنبية قد يسهم في تحويل الأزمة من دولة إلى أخرى. هذه العمليات تتطلب دراسة متأنية لفهم كيفية انتقال الصدمات الاقتصادية عبر الأسواق المالية العالمية وتأثير ذلك على الاقتصادات الوطنية.

إن تحليل العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية يتطلب استكشافًا معمقًا لعدد من العوامل، مثل طبيعة هذه الاستثمارات، ومدى اندماج الاقتصاد الوطني في الأسواق المالية العالمية، وكذلك الظروف الاقتصادية والسياسية التي قد تعزز أو تحد من تأثير تلك التدفقات الاستثمارية. فالتدفقات المالية العابرة للحدود ليست فقط وسيلة لتعزيز النمو الاقتصادي، ولكنها قد تصبح أيضًا قناة

لنقل الصدمات الاقتصادية، مما يجعل دراسة هذه الظاهرة أمرًا ضروريًا لفهم أوسع للآزمات الاقتصادية في العصر الحديث.

الإشكالية:

من خلال ما سبق ذكره ولإلمام أكثر بجوانب الدراسة، سوف نتطرق إلى صيغة الإشكالية الرئيسية التالية:

إلى أي مدى تساهم تدفقات الاستثمار الأجنبي في انتقال الآزمات المالية بين الدول ، وما مدى اختلاف تأثير كل نوع من الاستثمارات الأجنبية على الاقتصاديات المستقبلية دراسة حالة للآزمة المالية العالمية لعام 2008؟

الأسئلة الفرعية:

- ولمعالجة هذه الإشكالية إرتأينا طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كالآتي:
- 1- ما هي التأثيرات المباشرة وغير المباشرة للاستثمارات الأجنبية على اقتصاديات الدول المصدرة والمستقبلية لها، خاصة في أوقات الآزمات؟
 - 2- كيف تختلف الآزمات الاقتصادية الحديثة عن نظيراتها السابقة من حيث الأسباب، الآليات، ونطاق الانتشار؟
 - 3- ما هي النماذج الإحصائية الأكثر فاعلية في قياس انتقال عدوى الآزمات الاقتصادية عبر الحدود؟
 - 4- هل يختلف تأثير الاستثمارات الأجنبية المباشرة عن الاستثمارات غير المباشرة في نقل الآزمة المالية العالمية 2008 إلى الدول الأخرى ؟

فرضيات الدراسة:

- تسهيلاً لمعالجة الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، تم بناء الفرضيات الآتية :
- 1- تؤدي الاستثمارات الأجنبية إلى تأثيرات مزدوجة على الدول المصدرة والمستقبلية لها، حيث تعزز النمو الاقتصادي في الظروف العادية لكنها قد تصبح مصدرًا لنقل الآزمات في أوقات الصدمات الاقتصادية.

2- تتشابه الأزمات الاقتصادية الحديثة والقديمة في بعض الأسباب الجوهرية، إلا أن العولمة زادت من تشعب وتعقيد الأزمات الحديثة، مما أدى إلى توسع نطاق انتشارها وتأثيرها العالمي.

3- توجد عدة نماذج إحصائية تعتمد على التحليل الكمي لقياس انتقال عدوى الأزمات، وتختلف فعاليتها بناءً على طبيعة الأزمة والبيانات المتاحة.

4- يختلف تأثير الاستثمارات الأجنبية المباشرة عن الاستثمارات غير المباشرة في انتشار الأزمات بين الدول، حيث تكون الاستثمارات غير المباشرة أكثر ثقلًا وإسهامًا في نقل الصدمات المالية مقارنة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تتميز بالاستقرار النسبي.

أهمية الدراسة:

إن فهم دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية أمر بالغ الأهمية بالنسبة لصانعي السياسات والمستثمرين. لقد كان للأزمات المالية والاقتصادية آثار كبيرة على البلدان النامية، حيث دفعت الملايين إلى براثن الفقر وأعاقت التقدم نحو تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية. وبينما تركز الدول الصناعية على مشاكلها الخاصة، حاولت الدول النامية التخفيف من آثار هذه المشكلة ولكنها تفتقر إلى الموارد مقارنة بالدول الصناعية .

استخدام نهج قياسي حديث لفهم العلاقات الاقتصادية حيث تعتمد الدراسة على نموذج VECM الذي يسمح بتحليل العلاقة بين المتغيرات على المدى القصير والطويل، مما يوفر رؤية ديناميكية حول كيفية تأثر الاقتصاديات بتدفقات رأس المال خلال فترات الأزمات.

تساعد النتائج على وضع سياسات مالية واستثمارية أكثر استقرارًا للحد من مخاطر انتقال الأزمات المالية عبر تدفقات الاستثمار الأجنبي، من خلال ضبط تدفقات المحافظ المالية وتعزيز الاستثمارات طويلة الأجل.

توفر الدراسة توصيات بشأن كيفية إدارة تدفقات الاستثمار الأجنبي خلال فترات الأزمات، خاصة في الأسواق الناشئة، لتجنب الأثر السلبي للخروج المفاجئ لرأس المال الأجنبي.

المبررات اختيار الموضوع:

1- المبررات الذاتية للباحث:

*الاهتمام الشخصي:

يمتلك الباحث اهتماماً بالاقتصاد العالمي والعلاقات المتشابكة بين الدول من حيث التدفقات المالية والاستثمارات. دراسة دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية يوفر للباحث فرصة لاستكشاف وتحليل هذه العلاقات المتداخلة، مما يتماشى مع توجهاته الشخصية في البحث عن حلول للتحديات الاقتصادية المعاصرة.

*التخصص الأكاديمي في الاقتصاد الدولي:

ينتمي الباحث إلى مجال الاقتصاد الدولي، حيث يُعد موضوع الاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية جزءاً أساسياً من هذا المجال. يمتلك الباحث خلفية علمية قوية في هذا التخصص، وهو ما يعزز قدرته على تحليل وتفسير الظواهر الاقتصادية المرتبطة بانتقال الأزمات عبر الحدود.

* الرغبة في سد الفجوات البحثية:

لاحظ الباحث وجود فجوة بحثية في الأدبيات الاقتصادية المتعلقة بالعلاقة بين الاستثمارات الأجنبية وانتقال الأزمات المالية. من هذا المنطلق، يأتي اختياره لهذا الموضوع استجابة لرغبته في سد هذه الفجوة وتقديم إسهام علمي أصيل في هذا المجال، وهو ما يعكس دوافعه الأكاديمية والمهنية.

2- المبررات العلمية لاختيار الموضوع:

*سد الفجوات البحثية في الأدبيات الاقتصادية: رغم وجود دراسات عديدة تناولت الأزمات الاقتصادية والاستثمارات الأجنبية، إلا أن هناك نقصاً في الأبحاث التي تربط بشكل شامل ومتكامل بين دور الاستثمارات الأجنبية وآليات انتقال الأزمات عبر الحدود. هذه الدراسة تهدف إلى سد هذه الفجوة من خلال تقديم تحليل شامل ومحدث لهذه العلاقة، مما يعزز من الفهم العلمي للأزمات الاقتصادية في العصر الحديث.

* تحليل آليات انتقال الأزمات في بيئة اقتصادية معقدة: مع تزايد الترابط المالي بين الدول، بات من الضروري فهم الآليات التي تسهم في انتقال الأزمات المالية من دولة إلى أخرى عبر قنوات

الاستثمار الأجنبي. هذه الدراسة توفر فرصة لتحليل هذه الآليات باستخدام أدوات ونماذج اقتصادية حديثة، مما يسهم في تعزيز المعرفة حول ديناميكيات الأزمات الاقتصادية في البيئة العالمية المعاصرة.

*إثراء النقاش الأكاديمي حول سياسات الاستثمار الأجنبي: تقدم هذه الدراسة فرصة لفتح نقاش أكاديمي موسع حول تأثير سياسات الاستثمار الأجنبي المباشر على استقرار الأسواق المالية العالمية، مما يسهم في تطوير سياسات اقتصادية أكثر فعالية في مواجهة الأزمات. هذا الموضوع مهم جدًا لصناع القرار الاقتصاديين ويعزز من أهمية البحث العلمي في هذا المجال.

حدود الدراسة:

الحدود المكانية: الو.م.أ- المملكة المتحدة-ألمانيا- فرنسا - الصين-الهند - البرازيل- روسيا و اليابان-كندا .

الحدود الزمانية: من 2000 إلى 2012

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى الوصول لعدة أهداف منها:

- 1- فهم الكيفية التي تساهم بها الاستثمارات الأجنبية، سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة، في نقل الأزمات الاقتصادية من دولة إلى أخرى، مع التركيز على الآليات التي تسهم في تعزيز أو تخفيف هذا الانتقال.
- 2- تحديد وتحليل القنوات التي تلعب دورًا حاسمًا في انتقال الأزمات الاقتصادية، مع دراسة مدى تأثير الترابط المالي العالمي على تسريع أو إبطاء هذه العمليات.
- 3- سعى الدراسة إلى تحليل دور العولمة المالية في تعزيز أو تقليل فرص انتقال الأزمات الاقتصادية، مع التركيز على كيفية تأثير التقنيات الرقمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي وتفاعلها مع الأزمات الاقتصادية.
- 4- استكشاف العوامل الاقتصادية والمالية والسياسية التي تجعل بعض الدول أكثر عرضة لنقل الأزمات أو استقبالها من خلال تدفقات الاستثمار الأجنبي، مع تحديد الفروقات بين الدول المتقدمة والنامية.

5- تحليل مدى تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على استقرار الأنظمة المالية في كل من الدول النامية والمتقدمة، مع تسليط الضوء على الاختلافات في تأثير هذه الاستثمارات على الاقتصادات المختلفة خلال فترات الأزمات.

6- قديم توصيات عملية لصناع السياسات الاقتصادية في الدول المستقبلية للاستثمارات الأجنبية، بهدف تقليل مخاطر انتقال الأزمات المالية عبر الحدود، وتطوير استراتيجيات وسياسات وقائية للتعامل مع هذه المخاطر.

منهجية الدراسة:

للإجابة عن إشكالية البحث، ولإثبات صحة أو عدم صحة الفرضيات الموضوعة، وحسب طبيعة الدراسة تستوجب استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال التطرق لكل من الآراء حول الاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية، بالإضافة إلى المنهج التاريخي عند التطرق إلى الأزمات الاقتصادية السابقة، وجملة المقارنات بين الأزمات الحالية والأزمات السابقة و المنهج القياسي في الجزء التطبيقي عند دراسة قنوات الاستثمارات الأجنبية التي تساهم في انتقال الأزمات الاقتصادية.

الدراسات السابقة:

لقد كانت العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات المالية موضوع اهتمام في الأدبيات الأكاديمية. تكشف مراجعة هذا المجال عن اتساع وعمق كبيرين في الأدبيات المنشورة، وقد تناولت العديد من الدراسات جوانب مختلفة من هذه العلاقة، بما في ذلك تأثير الاستثمارات الأجنبية على الاستقرار المالي، ودور الاستثمار الأجنبي المباشر في إثارة الأزمات المالية أو تفاقمها، وتأثير الأزمات المالية على الاستثمارات الأجنبية وقد استخدم العلماء مجموعة واسعة من المنهجيات، مثل نماذج الاقتصاد القياسي، ودراسات الحالة، والتحليلات النوعية، للتحقيق في هذه القضايا. ومن حيث الكمية، هناك عدد كبير من الأبحاث المنشورة التي تتناول العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات المالية. وهذا يدل على أهمية الموضوع في مجال الاقتصاد والتمويل الدوليين. وقد أظهر معدل النشر في هذا المجال زيادة مطردة على مر السنين، مما يشير إلى الاهتمام المستمر والاعتراف بأهمية فهم الديناميكيات بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات المالية، علاوة على ذلك، فإن نشاط الاقتباس في هذا المجال جدير بالملاحظة أيضاً وقد حصلت العديد من الدراسات الرائدة في هذا المجال على عدد كبير من الاستشهادات، مما يدل على تأثيرها على الأبحاث اللاحقة ويشير هذا إلى أن النتائج والأفكار التي ولدتها هذه الدراسات لم تساهم في الحوار الأكاديمي فحسب، بل أثرت أيضاً في تطوير الأطر النظرية والتحقيقات التجريبية في هذا المجال. باختصار، تُظهر الأدبيات المتعلقة بالعلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات المالية اتساعاً وعمقاً كبيراً

في البحث. إن كمية المنشورات التي تتناول هذا الموضوع، إلى جانب معدل النشر المتزايد، تسلط الضوء على أهميته في المجتمع الأكاديمي، علاوة على ذلك، فإن نشاط الاستشهاد يشير إلى تأثير الدراسات السابقة في تشكيل الخطاب حول هذا الموضوع على هذا النحو، فإن إجراء مراجعة شاملة وحديثة للأدبيات في هذا المجال سيوفر أساساً متيناً لهذه الأطروحة ويساهم في مجموعة المعرفة الحالية حول هذا الموضوع المهم، بعض المواضيع الرئيسية لدراسات السابقة هي كما يلي:

أ- الدراسات باللغة العربية :

1- علي محمد ، تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الدول العربية ،أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر ، 2020.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والاستقرار المالي في الدول العربية. استخدم الباحث نموذج Panel Data لتحليل العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018. أظهرت النتائج أن FDI له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، لكنه يتأثر بالأزمات المالية العالمية، مما يشير إلى أن الدول النامية تحتاج إلى سياسات اقتصادية مستقرة لجذب الاستثمارات طويلة الأجل.

2- أحمد زيدان ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ودورها في الأزمات المالية: دراسة حالة الأزمة الآسيوية، المجلة العربية للاقتصاد والتمويل، المجلد 22، العدد 1، (2015)، ص 55-72

تناولت هذه الدراسة كيف ساهمت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في تفاقم الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998. اعتمد الباحث على تحليل تاريخي وإحصائي للأحداث الاقتصادية باستخدام منهج المقارنة بين الأسواق الآسيوية المتأثرة بالأزمة. أظهرت الدراسة أن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل كانت أكثر عرضة للتقلب وساهمت في انهيار الأسواق، مما جعلها قناة رئيسية لنقل الأزمة المالية بين الدول.

3- سمير عبد الحميد ، أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على تدفقات الاستثمار الأجنبي في الدول النامية، كتاب ،دار الفكر العربي ، دمشق ، سوريا، (2012).

تناول هذا الكتاب كيف أثرت أزمة 2008 على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في الدول النامية. استخدم الباحث تحليل اقتصادي وإحصائي بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي (IMF) والبنك الدولي (WB) لفترة ما قبل وبعد الأزمة. أكدت النتائج أن الاستثمارات غير المباشرة (المحافظ الاستثمارية) تراجعت بشكل حاد خلال الأزمة، بينما استمرت الاستثمارات المباشرة بوتيرة أبطأ، ما يعكس تأثير الأزمات المالية العالمية على الأسواق الناشئة.

4- ياسر محمود، دور تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في نقل الأزمات المالية: دراسة قياسية على الدول العربية (أطروحة دكتوراه). جامعة الجزائر، (2021).

تهدف هذه الأطروحة إلى تحليل العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وانتقال الأزمات المالية إلى الدول العربية. استخدم الباحث نموذج ARDL وتحليل بانل ديناميكي لتحليل البيانات الاقتصادية لـ 15 دولة عربية خلال الفترة 1995-2020. أظهرت النتائج أن تدفقات المحافظ الاستثمارية كانت أكثر عرضة للتقلبات وأسهمت في عدم استقرار الأسواق المالية، بينما كان للاستثمار الأجنبي المباشر تأثير أقل في نقل الأزمات.

ب- الدراسات باللغة الإنجليزية :

1- Smith. J, Foreign Direct Investment and Financial Crises: A Cross-Country Analysis, (Doctoral dissertation) , Harvard University, U.S.A, (2018).

تهدف هذه الأطروحة إلى تحليل تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على استقرار الاقتصادات خلال الأزمات المالية. استخدم الباحث نموذج VECM وتحليل بيانات Panel Data لعينة مكونة من 50 دولة خلال الفترة 1990-2015. وخلصت الدراسة إلى أن FDI يساهم في استقرار الاقتصادات خلال الأزمات، بينما تؤدي تدفقات المحافظ الاستثمارية إلى زيادة التقلبات المالية، مما يعكس خطورة التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل على استقرار الأسواق المالية.

2- Brown. M, The role of capital flows in the 2008 financial crisis, Journal of Financial Economics, 88(3), (2014) , 245-267.

يركز هذا المقال على دور التدفقات الرأسمالية في انتقال الأزمة المالية العالمية 2008. اعتمد الباحث على تحليل بيانات التدفقات الرأسمالية من صندوق النقد الدولي (IMF) وبنك التسويات الدولية (BIS) باستخدام تحليل انحداري متقدم. أظهرت النتائج أن التراجعات المفاجئة في استثمارات المحافظ الاستثمارية سرعت من تفاقم الأزمة في الأسواق الناشئة، مما أدى إلى انهيارات مالية حادة في العديد من الدول النامية.

3- Robert Green , Book ,Global Financial Integration and Crisis Transmission. Oxford University Press, England ,(2016).

تناول هذا الكتاب كيف زادت العولمة المالية من مخاطر انتقال الأزمات المالية بين الدول. استخدم الباحث تحليل تاريخي ونظري بالإضافة إلى دراسة حالات للأزمات المالية الكبرى بين 1997 و2008. توصلت الدراسة إلى أن ترابط الأسواق المالية سهل من انتقال الصدمات المالية عبر الحدود، حيث أدى تزايد الاعتماد على رؤوس الأموال الأجنبية إلى جعل الاقتصاديات الناشئة أكثر عرضة للاضطرابات المالية الخارجية.

4- Johnson. S, The Impact of Foreign Capital Flows on Economic Stability: Evidence from Emerging Markets, (Doctoral dissertation). ,Stanford University , U.S.A ,(2020).

تهدف هذه الأطروحة إلى تحليل تأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المختلفة على الاستقرار الاقتصادي في الأسواق الناشئة. استخدمت الدراسة نماذج SVAR وتحليل بيانات اقتصادية لعينة من الأسواق الناشئة خلال الفترة 1990-2019. أظهرت النتائج أن مطالبات البنوك الأجنبية واستثمارات المحافظ الاستثمارية كانت من العوامل الأساسية التي ساهمت في عدم الاستقرار المالي خلال الأزمات، مما يعزز فرضية أن التدفقات قصيرة الأجل أكثر خطورة من الاستثمارات المباشرة.

الفجوات البحثية المحتملة:

1- تأثير الأنواع المختلفة من الاستثمارات الأجنبية: في حين تناولت الدراسات السابقة دور الاستثمار الأجنبي المباشر في انتقال الأزمات المالية، إلا أن هناك حاجة لاستكشاف آثار الأنواع الأخرى من الاستثمارات الأجنبية، مثل المحفظة الاستثمارية والاستثمارات وصناديق الثروة السيادية والإقراض عبر

الحدود. إن فهم كيفية مساهمة هذه الأشكال المختلفة من الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية يمكن أن يوفر تحليلاً أكثر شمولاً.

2- التحليل الإقليمي أو الخاص بكل بلد: ركزت معظم الأبحاث حول دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية على المستوى العالمي. ومع ذلك، هناك حاجة لمزيد من التحليل الخاص بالمنطقة أو بكل بلد لفهم كيفية تأثير خصائص مناطق أو بلدان معينة على عملية انتقال الأزمات. وقد يشمل ذلك دراسة دور اتفاقيات التكامل الإقليمي، أو الترابط الاقتصادي، أو أطر سياسية محددة في تفاقم أو تخفيف انتقال الأزمات المالية.

3- دور المؤسسات المالية والوسطاء: في حين تلعب الاستثمارات الأجنبية دوراً حاسماً في نقل الأزمات المالية، فإن دور المؤسسات المالية والوسطاء في تسهيل انتقال الأزمات لا يزال غير مستكشف. يمكن أن تبحث الأبحاث في كيفية مساهمة المؤسسات المالية، مثل البنوك أو شركات الاستثمار أو صناديق التحوط، في عملية انتقال الأزمات وما إذا كانت بعض التدابير التنظيمية يمكن أن تخفف من تأثيرها بشكل فعال.

4- دور عدم تناسق المعلومات: يمكن أن يؤثر عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين الأجانب والمشاركين في السوق المحلية بشكل كبير على انتقال الأزمات المالية. ومن الممكن أن تتعمق الأبحاث الإضافية في الكيفية التي يمكن بها لآليات نشر المعلومات، أو مبادرات الشفافية، أو الأطر التنظيمية أن تقلل من عدم تناسق المعلومات وربما تحد من انتقال الأزمات المالية.

5- دور استجابات السياسات: إن فهم مدى فعالية استجابات السياسات المختلفة في التخفيف من انتقال الأزمات المالية أمر بالغ الأهمية. ويمكن للأبحاث أن تستكشف تأثير مختلف سياسات الاقتصاد الكلي، أو التدابير التنظيمية، أو مبادرات التعاون الدولي على الحد من تعرض البلدان للأزمات المالية الناجمة عن الاستثمار الأجنبي.

6- التأثيرات طويلة المدى وديناميكيات التداعيات: في حين تمت دراسة التأثير المباشر للاستثمارات الأجنبية على نقل الأزمات المالية على نطاق واسع، إلا أن هناك حاجة لدراسة التأثيرات طويلة المدى وديناميكيات التداعيات. ويمكن أن يشمل ذلك تحليل مدى استمرار آثار الأزمة المالية، أو احتمال انتشار العدوى عبر مختلف القطاعات أو فئات الأصول، أو تأثيرها على النمو الاقتصادي والتنمية في البلدان المتضررة.

7- دور العوامل السياسية: يمكن للعوامل السياسية، مثل استقرار الحكومة، أو المؤسسات السياسية، أو المخاطر السياسية، أن تؤثر بشكل كبير على انتقال الأزمات المالية من خلال الاستثمارات الأجنبية. ويمكن للأبحاث استكشاف كيفية تفاعل العوامل السياسية مع الاستثمارات الأجنبية لتضخيم عملية انتقال الأزمات أو التخفيف منها وتحديد الآثار المحتملة للسياسة.

8- دور الاقتصادات الناشئة: ركزت معظم الأبحاث الحالية على دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات النامية. لكن هناك حاجة لدراسة السيناريو العكسي، حيث تساهم الاستثمارات الأجنبية للاقتصادات الناشئة في نقل الأزمات المالية إلى الاقتصادات المتقدمة. إن فهم الخصائص والديناميكيات الفريدة للاستثمارات الأجنبية في الاقتصادات الناشئة من الممكن أن يوفر رؤى قيمة لعملية انتقال الأزمات.

9- دور العوامل السلوكية: يمكن للعوامل السلوكية، مثل معنويات المستثمرين، أو سلوك القطيع، أو عدم عقلانية السوق، أن تؤثر بشكل كبير على انتقال الأزمات المالية من خلال الاستثمارات الأجنبية. يمكن للبحث أن يستكشف دور هذه العوامل السلوكية في تفاقم أو تخفيف عملية انتقال العدوى وتحديد الآليات المحتملة لمعالجتها.

10- دور التقدم التكنولوجي: أدت التطورات التكنولوجية، مثل التداول عالي التردد، أو التداول الخوارزمي، أو المنصات الرقمية، إلى تحويل مشهد الاستثمارات الأجنبية. يعد التحقيق في كيفية تأثير هذه التطورات التكنولوجية على انتقال الأزمات المالية وإمكانية تضخيم تأثيرها أو تخفيفه مجالاً بحثياً مهماً.

ومن خلال معالجة هذه الفجوات البحثية، يمكن للباحثين تعزيز فهمنا لدور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية من بلد إلى آخر، والمساهمة في أطر سياسية أكثر فعالية واستراتيجيات إدارة المخاطر.

تقسيمات الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة و الإجابة على الإشكالية الرئيسية قمنا بتقسيم الدراسة الى أربعة فصول مركزية يتخللها العديد من العناصر الداخلية الرئيسية والفرعية كالتالي:

سنتناول في الفصل الأول الأسس النظرية والمفاهيمية للاستثمار الأجنبي سنتطرق في الفصل الثاني الى التغير الثاني في الاطروحة تحت عنوان الإطار النظري و المفاهيمي للازمات الاقتصادية ونستعرض في الفصل الثالث عدوى الأزمات الاقتصادية و النمذجة الإحصائية لقياسها ، بعد ذلك وفي

الجانب التطبيقي حيث يحتوى الفصل الرابع: ديناميكيات الاستثمار الأجنبي ونقل الأزمات الاقتصادية: تحليل قياسي باستخدام نموذج VECM خلال أزمة 2008 .

الفصل الأول:

الأسس النظرية والمفاهيمية

للاستثمار الأجنبي

تمهيد :

تعد الاستثمارات الأجنبية من الموضوعات الأساسية في الاقتصاد العالمي، حيث تساهم بشكل كبير في دعم التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو المستدام للدول. نظراً لأهمية هذا الموضوع وتعقيداته، من الضروري استعراض الإطارين المفاهيمي والنظري للاستثمارات الأجنبية من أجل توفير قاعدة معرفية قوية تساهم في فهم هذا المجال.

يهدف الإطار المفاهيمي في هذا الفصل إلى تقديم توضيح شامل للمفاهيم والمصطلحات الأساسية المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية، بما في ذلك التعريفات الدقيقة للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

و يهدف أيضاً إلى تحليل النظريات الاقتصادية المختلفة التي تفسر سلوكيات المستثمرين الأجانب وقراراتهم. سيتم التركيز على النظريات الحديثة المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، مع مناقشة النماذج الاقتصادية التي تشرح تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي على الاقتصادات المستقبلية. كما سيتم توضيح العلاقة بين هذه النظريات والممارسات العملية للاستثمار الأجنبي في السياقين الوطني والدولي.

بفضل استعراض الإطارين المفاهيمي والنظري، سيكتسب القارئ فهماً معمقاً للأسس النظرية والمفاهيمية التي تشكل العمود الفقري للدراسات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية. كما ستتيح هذه المقاربة تحديد العوامل الأساسية التي تؤثر في جذب الاستثمارات الأجنبية، ودراسة تأثيراتها المختلفة على اقتصادات الدول المستقبلية.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار وطبيعته

لقد أصبحت كل الدول دون تمييز تنظر إلى الاستثمار على أنه حتمية و أداة للنمو الاقتصادي، و عنصر حساس و أداة فعالة للنهوض بالاقتصاد، بما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية و استغلال للموارد البشرية، إلا أن إدارة و توجيه الاستثمارات الوجهة الضرورية، لخدمة التنمية الاقتصادية تعد الأهم، لأن الكثير من الدول النامية وجدت نفسها تستثمر في أنشطة و مجالات لم تحقق مفعولها، لذلك يجب تحديد الشروط و تهيئة الظروف الملائمة للاستثمار، حتى يكون فعلا في خدمة التنمية الاقتصادية المرغوبة، و عليه نتطرق إلى مفهوم الاستثمار

المطلب الاول: مفهوم الاستثمار خصائصه ومخاطره

يعرف الاستثمار في اللغة من ثمر، و الثمر هو الزيادة و النماء فيستثمر معناها ينمي أي يزيد ، و النماء عادة يكون في الأموال سواء كان في صورتها النهائية النقدية او المالية او التجارية ، او في صورتها الأخرى المختلفة التي عرفها الانسان عبر التاريخ و الحضارات سواء كانت في شكل عقارات او منقولات ، كما تأخذ أشكالا مادية كثيرة في العصر الحديث لا تخفى على الانسان ، إضافة الى الصور المعنوية الأخرى المتمثلة في حقوق الملكية الفكرية و الأدبية و حقوق الاختراع و التأليف و غيرها من الحقوق المعنوية.¹

الفرع الاول: مفهوم الاستثمار: نشير هنا على سبيل الذكر وليس الحصر لبعض المفاهيم المتعلقة بالاستثمار، لبعض الكتاب الاقتصاديين.

فحسب قريوع - عليوش كمال: "الاستثمار كل اكتساب لأموال من أجل الحصول على منتج أو استهلاكه".²

و عند حسن عمر، فهو: "استخدام المدخّرات في تكوين الاستثمارات (أو الطاقات الإنتاجية الجديدة) اللازمة لعمليات إنتاج السلع و الخدمات و المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها".³

وعلى غرار هؤلاء، فإنّ الدكتور حسن توفيق يرى أنه: "توظيف الأموال المدخّرة للحصول على الدخل منها".⁴

وبخلاف الاقتصاديين العرب فإن فرنسوا غوتيي Gautier-François يعرفه على أنّه: "عملية إنشاء و إيجاد السلع الإنتاجية و يعتبرها -أي العملية- بمثابة مجموع نفقات الشراء، و إرساء السلع

¹ الشركة العربية لمصائد الأسماك ، الاستثمار الأجنبي المباشر بالدول العربية "المشكل و الحل" الحوافز الممنوحة للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ، ورقة مقدمة في ندوة 24-25 مارس 1997، ص 177.

² عليوش قريوع كمال، "قانون الاستثمارات في الجزائر"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص 2.

³ حسن عمر، "الاستثمار و العمولة"، دار الكتاب الحديث، لقاهرة، مصر 2000، ص 37.

⁴ حسن توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، المنظمة العربية للإدارة، القاهرة ، مصر ، 2005، ص 8.

التجهيزية المخصصة إما لتحسين القدرات الإنتاجية في السلع أو الخدمات... أو لتقليل من التكاليف، أو لتحسين ظروف العمل و المعيشة ¹.

في حين يرى المفكرون الليبراليون و على رأسهم j.CColli y-benard أنه: "حيازة و سائل الإنتاج... هو استخدام الدخل و تحويله إلى سلع تجهيزية" ².
أما الماركسيون أصحاب التوجه الجديد، فيرون أن الاستثمار عبارة عن: "إنفاق يتم من طرف مقاول بغية تجديد أو تطوير الجهاز الإنتاجي والذي يفسر انتقال الرأسمال النقدي إلى الرأسمال الإنتاجي" ³.
تعريف المنظمات الدولية للاستثمار الأجنبي:

تتبنى منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تعريفين للاستثمارات الأجنبية، أما التعريف الأول فانه تحرير حركات رؤوس الأول الدولية ويمكن لهذا التحرير أن يكون في مجال عمليات معينة. وهذا التعريف يعتبر أن الاستثمارات أنها لكل الاستثمارات المخصصة من أجل إقامة روابط اقتصادية دائمة مع مؤسسة ما وخاصة الاستثمارات التي تعطي إمكانية تطبيق فعلي على تسيير المؤسسة بواسطة:

- إنشاء أو توسيع مؤسسة، فرع أو شركة تابعة.
- مساهمة في إنشاء مؤسسة أو مشروع جديد.

ونشير إلى أن هذا التعريف لا يتحدث إلا للاستثمار المحقق من قبل غير المقيمين. ويعطي هذا التعريف أيضا القروض المالية ذات المدى الطويل (أكثر من خمس سنوات) المقدمة من طرف الشركة الأم لإحدى فروعها في الخارج طبيعة الاستثمارات المباشرة...

أما التعريف الثاني تأخذ به منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) من أجل أهداف إحصائية، لأن عملية قياس حركة الاستثمارات لا يمكن أن يكون إلا انطلاقا من توحيد التعاريف المستعملة من طرف الدول الأصلية للاستثمار والدول المضيفة.

ولهذا فإن المنظمة قامت بعدة إجراءات للوصول إلى وضع تعريف واحد مرجعي للدول الأعضاء فيها.

ومن وجهة نظر المستثمرين فإن الاستثمار يعني استخدام الأموال الحالية لغرض الحصول على دخل في المستقبل، وذلك بغض النظر ما إذا كانت هذه الأموال مخصصة للاستخدام طبقا للمعنى الاقتصادي، نستطيع أن نعرف الاستثمار بأنه التعامل بالأموال أو استخدامها من أجل الحصول على الأرباح ومن خلال التخلي عن الأموال الآن وتحمل المخاطر لغرض الحصول على عوائد في المستقبل.

¹ Gautier- François , « analyse macro économique, paris, 1982, p 85.

² y- Bernard et j-ccolli . " vocabulaire économique et financier " édition: de seuil, paris, 1976, p 36.

³ Nouveau dictionnaire économique et social, édition: sociales paris 1981. p 50.

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

فيقوم " الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للادخار، وذلك أملاً في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل " 1. وعموماً يمكن تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المقطوع من الدخل القومي، والمسمى بالادخار والموجه إلى تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة، من وسائل إنتاج ومكائن ومعدات رأسمالية، من أجل خلق سلع وخدمات جديدة، وكذا المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة وتجديدها، بهدف تلبية حاجيات المستهلكين. وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعداً أيضاً لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

أولاً: المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

التعريف الاقتصادي للاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسير، فهذا الأخير " يعتبر الاستثمار هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار " (1). ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول : - مدة حياة الاستثمار - المردودية وفعالية العملية الاستثمارية - الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار . وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضرة. ويكون مستعداً لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءاً عليه يكون من حقه أن يتوقع الحصول على عائد مكافئ لمخاطراته في فترة زمنية معينة.

ثانياً: المفهوم المالي للاستثمار:

"ينظر للاستثمار من الجانب المالي على أنه اكتساب الموجودات المالية فحسب أي التعامل بالأموال للحصول على الأرباح، وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة، ولفترة زمنية محددة قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، تعوض القيمة الحالية للأموال المستثمرة ، و تعوض أيضاً عن عامل المخاطرة المرافق للمستقبل " 2)

الفرع الثاني: خصائصه ومخاطره:

للاستثمار خصائص تميزه عن غيره من الأنشطة الاقتصادية، كما له مخاطر تحيط به يحاول جميع المستثمرين معرفتها لمحاولة تجنبها.

¹ Abdellah Boughaba : Analyse et évaluation de projets, Berti edition, imprimé en France, Paris, 1999 , P :7.

² حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، 1997، ص13 .

أولاً - خصائص الاستثمار: اتفق معظم المفكرين على أن الاستثمار الجيد يتميز بالخصائص

التالية:¹

- الحفاظ على قيمة رأس المال الأساسي: الاستثمار الجيد يهدف إلى حماية رأس المال الأساسي من التقلبات الحادة، مما يضمن استقرار قيمة الأصول مع مرور الوقت.
 - الحفاظ على السيولة: يتميز الاستثمار الجيد بقدرته على التحول إلى سيولة نقدية بسرعة، مما يسمح للمستثمرين بتحقيق سيولة فورية دون التعرض لخسائر كبيرة في حالة الحاجة إلى تصفية الأصول.
 - تحقيق عوائد مستدامة: يسعى الاستثمار الجيد إلى توليد عوائد مستدامة على مدى فترات طويلة، مما يساهم في تراكم رأس المال مع مرور الوقت.
 - تعزيز القدرة التنافسية: يجب أن يسهم الاستثمار في تعزيز القدرة التنافسية للشركة أو الاقتصاد المعني، مع الالتزام بالقوانين والتشريعات المعمول بها، مما يضمن التوسع والنمو المستدام.
 - تحقيق أرباح مرتفعة من خلال تخفيض التكاليف وزيادة الإيرادات: أحد أبرز أهداف الاستثمار الجيد هو تحسين الربحية من خلال تحسين كفاءة التشغيل وتقليل النفقات.
- هذه الخصائص تدعم الاستثمار الناجح وتساعد على إدارة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في بيئة عالمية متغيرة باستمرار.

ثانياً - مخاطر الاستثمار: هناك نوعين أساسيين من المخاطر التي يواجهها أي استثمار هما:

1- المخاطر غير المنتظمة:² هي التقلبات في العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة والتي ترجع

لعوامل داخلية خاصة بالمنشأة، وأهم أنواع المخاطر غير المنتظمة هي:³

* مخاطر الأعمال: وهي المخاطر المرتبطة بالإيرادات والأرباح الموزعة و تصميم

المنتجات والتسويق والعلاقات مع العاملين والموردين.

* مخاطر الصناعة: وتضم القيود الجمركية والتغير في أذواق المستهلكين والعوامل

الموسمية والإغراق.

* مخاطر الإدارة: وهي المخاطر الناتجة عن سوء الإدارة أو تعيين مديرين غير أكفاء

أو سرقات بعض أعضاء مجلس الإدارة أو انحرافات المديرين بصورة عامة.

2- المخاطر المنتظمة: هي الناتجة عن ظروف النشاط الاقتصادي بوجه عام ولا يمكن تجنبها

أو السيطرة عليها.

¹ "Key Characteristics of Investment." The Knowledge Academy, The Knowledge Academy, 2024,

www.theknowledgeacademy.com/courses/investment-training/10-key-characteristics-of-investment/.

² رزق عادل محمد، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي. دار طبية، السعودية، 2004، ص 11

³ فريد النجار، الاستثمار بالنظم الإلكترونية والاقتصاد النقدي الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 2004، ص 47.

و أهم أنواع المخاطر النظامية هي : ¹

- مخاطر السيولة: قد يمكن تحويل الاستثمار إلى سيولة بسرعة مثل الأوراق المالية فهي سريعة البيع، و لكن توجد بعض الاستثمارات كالعقارات صعبة التحويل إلى سيولة نقدية.
- مخاطر أسعار الفائدة: تعتبر أسعار الفائدة المرتفعة والمتقلبة من الأمور المقلقة للمستثمر، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى عدم تشجيع المستثمر على الاستثمار و من ثم تقل التوسعات، كما يؤدي كذلك ارتفاع أسعار الفائدة إلى خفض أرباح الشركات.
- مخاطر التضخم: ويتواكب مع ارتفاع سعر الفائدة أيضا ارتفاع المخاطر الناتجة عن التضخم، ففي الماضي كانت أسعار الفائدة أقل من معدل التضخم مما يقلل العائد على الاستثمار.
- مخاطر العملات: ولا ترتبط مخاطر العملات بالاستثمار في الأسهم بالدول الأجنبية فقط، ولكن تتأثر الاستثمارات المحلية أيضا بتغير سعر الصرف للعملات.
- المخاطر المالية: وهي المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل و نسبة القروض إلى رأس المال، فالشركة ذات الحصص الكبيرة من القروض لأغراض التمويل سوف تضطر إلى سداد فوائد كبيرة بالمقارنة بالشركات التي تقترض مبالغ محدودة.

الفرع الثالث: مفاهيم الاستثمار الدولي وأشكاله

يمثل الاستثمار الدولي شكل من الأشكال الأساسية للاستثمار بشكل عام، فهو محور لفت انتباه الكثير من الكتاب الاقتصاديين ورجال الأعمال والدول باختلافها السياسي و الاقتصادي

أولاً: مفاهيم الاستثمار الدولي: نشير هنا على سبيل الذكر وليس الحصر إلى بعض المفاهيم.

يرى فريد النجار: أنه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثا عن دولة مضيغة سعيا وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت أو لأجل محدد أو لأجيال طويلة الأجل².

وعلى خلاف ذلك، الاستثمار عبارة عن "كل استخدام يجري في الخارج لموارد مالية يملكها بلد ما من البلدان"³.

ويرى آخرون أنه عبارة عن: "الحركات الدولية لرؤوس الأموال، و لو 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 حتما بأي استثمار من البلد المرسل لرأس المال، كما أن البلد

¹ المرجع السابق، ص ص 46، 47.

² فريد النجار، " الاستثمار الدولي و التنسيق الضريبي "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص 23.

³ جيل برتان "الاستثمار الدولي"، ترجمة على مقلد، علي زيعور، مكتبة الفكر الجامعي، منشورات عويدات، لبنان، 1983، ص 7.

المتلقي لرأس المال قد لا يستعمله في الحصول على سلع استثمارية في الخارج، ولكن يستعمله في الحصول على سلع استهلاكية " ¹.

وبالنظر إلى مختلف التعاريف السابقة يمكننا أن نصل إلى صياغة تعريف عام له على أنه مجموع الاستخدامات من الموارد المالية التي يجري تحديدا خارج البلد الأصل (الأم) تشكل في الأخير حركات دولية لرؤوس الأموال بغرض تحقيق أهداف سياسية واقتصادية ومالية... الخ، وهذه الحركات إنما تتخذ أشكالاً متعددة.

ثانيا/ الأشكال المختلفة للاستثمار الدولي: بالنظر إلى ما سبق ذكره نجد أن الاستثمار الدولي إذن هو ذلك الاستثمار الذي يتم خارج البلد الأصل بحيث يجري في البلد المضيف بالطبع وهذا الأخير قد يتخذ الصيغة المباشرة أو غير المباشرة قد يتخذ صيغا أخرى تبعا للمعايير المختلفة والتي على أساسها يمكن صياغة أشكاله المتنوعة.

وفق معيار "القائم به": نستطيع أن نفرّق هنا بين ثلاثة أنواع من الاستثمار الدولي وهي: الاستثمار العمومي و الاستثمار الخاص و المختلط، حيث أن الاستثمار العمومي (الحكومي) هو الذي يجري ويتجسد من طرف حكومة من الحكومات، أو هيئة من الهيئات العليا سواء كانت وطنية أو دولية، فلذلك يصطلح عليه استثمارا عاما، و على سبيل المثال اقتراض حكومة ما من إحدى الهيئات المقيمة في الخارج، أو الحصول (امتلاك) على السندات أو الأسهم و ذلك في إطار مشاريع اقتصادية خارج البلد الأصل. أما الاستثمار الخاص فهو ذلك النوع الذي يجري من طرف الأفراد، أو المؤسسات غير الحكومية... الخ. أما النوع الثالث فهو النوع الذي يحوي النوعين السابقين ويصطلح عليه الاستثمار المختلط و سوف يسمى هذا الاستثمار ثنائي الأطراف إذا اقتضت العلاقة فيه بين المستعمل الأخير لرأس المال و بين مستثمر واحد فقط، خصوصيا كان أم عموميا سيسمى متعدد الأطراف في الحالة العكسية. ²

وفق معيار "كيفية الاستخدام": و يتخذ الاستثمار الدولي هنا إما شكل مقيد أو حرّ، فالمقيد هو ذلك الذي يجري وفق شروط مقيدة من حيث الاستخدام، و مثال على ذلك تعاقد دولتين فيما يخص الإقراض و الاقتراض، فالدولة التي تسعى إلى الاقتراض تكون ملزمة باستعمال الأموال المقرضة في شراء السلع و الخدمات من أسواق الدولة المقرضة وليس من دونها. إن أغلب القروض التي تمنحها الولايات المتحدة

¹ غريب جمال، صلاح الدين عقدة، "التخلف الاقتصادي و التنمية"، مطابع مركز التدريب المهني للشرطة، القاهرة، مصر، 1995، ص 174، 173.

² جيل برتان "الاستثمار الدولي"، مرجع سابق، ص 10

الأمريكية مثلا هي من النوع المقيد.¹ أما الاستثمار الذي يتخذ الشكل الحر، فهو الذي يجري دون إلزام بالشروط التي يفترض الالتزام بها في حال الاستثمار المقيد.

وفق معيار "المدة": يمكن هنا التمييز بين الاستثمار قصير الأجل الذي لا تتجاوز مدته السنة، والاستثمار متوسط الأجل والذي يتم تجسيده لمدة تتراوح ما بين السنة وخمس سنوات، والاستثمار طويل الأجل الذي يوظف لأكثر من ذلك.

وفق معيار "الشكل": نستطيع وفق هذا الأخير أن نفرّق بين نوعين من الاستثمار الدولي، وهما الاستثمار بدون مقابل و الاستثمار بالمقابل. الاستثمار بدون مقابل هو ذلك الذي يجري بين الدول بدون مقابل معين (هبة)، فكأن دولة ما تقدم رؤوس أموال لدولة ما في شكل مساعدة. أما الاستثمار بالمقابل فهو ذلك النوع الذي يتجسد مقابل عائد و يشمل على سبيل المثال القروض بمختلف أشكالها الممنوحة، أو شراء سندات أو أسهم.... الخ.

وفق معيار "الطبيعة": حيث نميز بين نوعين وهما: الاستثمار المباشر الأجنبي والاستثمار غير المباشر. فوفق النوع الأول، القائم به له حق إدارة المشروع سواء بالمشاركة (جزئيا) أو بالإشراف الكامل وذلك تبعا لأشكاله، أما النوع الثاني، فإن القائم به لا يحق له إدارة أو رقابة المشروع الذي أنجز عن طريقه سواء كان استثمار في الأوراق المالية أو الأشكال الأخرى له.

بقي لنا أن نضيف هنا في هذا المجال، أنه يمكن تصنيف الاستثمار الدولي وفق معايير أخرى مختلفة، منها النموذج، صيغ الملكية، ظروف المناخ الاستثماري، المزايا و الضمانات، وفق النظام الاقتصادي و النظام السياسي... الخ.²

المطلب الثاني: أهمية ومبادئ الاستثمار

تعتبر الاستثمارات من الأمور الهامة لتعزيز الثروة وضمان المستقبل، ويمكن إجمال أهمية ومبادئ الاستثمار فيما يلي:

الفرع الأول: أهمية الاستثمار

للاستثمار دور كبير، وأهمية في تحريك النشاط الاقتصادي، ويرجع ذلك إلى استراتيجية الاستثمار التي لها أبعاد اقتصادية على المدى الطويل.

و يمكننا أن نحدد أهميته حسب بوسري (Bussery) و شارثوا (Charois) كما يلي:³

¹ غريب جمال، صالح الدين عقدة، مرجع سابق، ص 176.

² غريب جمال، صالح الدين عقدة، مرجع سابق، ص 177.

³Bussery , Charois, Analyse et Evaluation des Projets d Investissements, Paries, 1999, p64

أهم دور للاستثمار يكون على المدى الطويل، فالاستثمار هو المحرك الوحيد و الرئيسي للنمو فهو ذو بعد في المستقبل و له منفعة شبه دائمة ، أما النقطة الثانية و التي تخص الاستثمار فهي أهميته في استغلال المصادر الهامة و الطاقات و القدرات الجامة للنشاط.

إضافة إلى ذلك فالاستثمار يشترط صورة لعلامة المؤسسة بالنظر إلى تأثير المحيط الاقتصادي و المالي و بالتالي يزيد في تنويع الإنتاجية، و يفتح باب المنافسة في السوق التجارية.و المؤسسة التي لا تستثمر محكوم عليها بالزوال، و التوقف عن النشاط، لأنها لا تقوى على المنافسة و مسايرة التطورات التي تشهدها نوعية المنتجات.

والاستثمار هو العامل الرئيسي للتنمية و النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فقد ساهمت الاستثمارات في الوصول إلى مستوى معيشة مرتفع في الدول المتقدمة و بعض الدول النامية. فالاستثمار يخلق أساسيات التنمية، وندرة رأس المال و الاستثمار يؤثر في التنمية، و كذلك يؤثر على عوامل الإنتاج الأخرى.

وللإسراع في التنمية لابد أن تواكب زيادة الاستثمارات، و استغلال الطاقات و الإمكانيات المتاحة للمجتمع أحسن استغلالاً.

بذلك نجد أن الاستثمار مهم للمؤسسة كوحدة اقتصادية، حيث يعتبر سر وجودها و عامل استمرارها و تطورها، هذا على المستوى الجزئي أو الوحدى. كما انه يعتبر عماد التنمية و النمو للاقتصاد الوطني على المستوى الكلى.

لذلك نجد أن الدول تسعى جاهدة لجذب و تطوير و ترقية الاستثمارات، لما لها من تأثير ايجابي على مختلف النواحي و الأطراف.

الفرع الثاني: مبادئ الاستثمار

حتى يتوصل المستثمر إلى الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة لا بد من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة و هي ¹ :

اولاً- مبدأ الاختيار :

نظراً لتعدد المشاريع الاستثمارية و اختلاف درجة مخاطرها، فإن المستثمر الرشيد دائماً يبحث عن الفرص الاستثمارية بناء على ما لديه من مدخرات، بحيث يقوم باختيار هذه الفرص أو البدائل المتاحة مراعيًا في ذلك ما يلي :

يحصّر البدائل المتاحة و يحددها،

يحلل البدائل المتاحة أي يقوم بالتحليل الاستثماري

يوزي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل،

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 228

يختار البديل الملائم حسب المعايير والعوامل التي تعبر عن رغباته، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة ناقصة، أن يستعين بالوسطاء الماليين.

ثانيا - مبدأ المقارنة:

وهنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب، و تتم هذه المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهرى لكل بديل متاح، و مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل و المناسب للمستثمر حسب وجهة المستثمر و كذا مبدأ الملاءمة.

ثالثا - مبدأ الملاءمة:

بعد الاختيار بين المجالات الاستثمارية وأدواتها، و ما يلائم رغبات و ميول المستثمر و كذا دخله و حالاته الاجتماعية، يطبق هذا المبدأ بناء على هذه الرغبات و الميول، حيث لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره، و التي يكشفها التحليل الجوهرى و الأساسي و هي ¹:

معدل العائد على الاستثمار

درجة المخاطر التي يتصف بها الاستثمار

مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر و أدوات الاستثمار.

رابعا - مبدأ التنوع :

و هنا يلجأ المستثمرون إلى تنوع استثماراتهم، و هذا للحد و التقليل من درجة المخاطر الاستثمارية التي يتعرضون لها ، غير أن هذا المبدأ ليس مطلقا، نظرا للعقبات و القيود التي يتعرض لها المستثمرون، مما يصعب عليهم انتهاج و تطبيق هذا المبدأ على ارض الواقع .

الفرع الثالث: خصائص و مميزات الاستثمار:

يتميز الاستثمار بجملة من الخصائص هي كالآتي ²:

أولا- تكاليف الاستثمار :

وهي كل المبالغ التي يتم إنفاقها للحصول على الاستثمار، و تشمل كافة المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع الاستثماري حيث تنقسم إلى نوعين:

1-التكاليف الاستثمارية:

و هي تلك المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع و التي تتفق مع بداية المشروع إلى أن تحقق هذا الأخير تدفقات نقدية ، و تتمثل في تكاليف الأصول الثابتة، أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة من أراضي ، معدات ، مباني ، آلات ، و التي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع . بالإضافة إلى تكاليف متعلقة بالدراسات التمهيديّة، أي كل النفقات التي تتدفق قبل انطلاق المشروع مثل المصاريف

¹ نفس سابق ، ص 230.

² قحطان سيوقي، اقتصاديات المالية العامة، دار طرابلس للدراسات و النشر و الترجمة، طرابلس، ليبيا، 1989، ص 303

التصميمات ، الرسوم الهندسية ، و هذا إلى جانب مجموعة من التكاليف مثل: تكاليف التجارب و تكاليف إجراء الدورات التدريبية .

2- تكاليف التشغيل :

تندمج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للاستثمار، و هي مرحلة التشغيل و ذلك بعد إقامته و وضعه في حالة صالحة لمباشرة العمل ، فتظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة، لاستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية، و من جملة هذه التكاليف نذكر : النقل ، التأمين ، مصاريف المستخدمين و الأجور ، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية ...

ثانيا - التدفقات النقدية:

وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار، و لا تحسب هذه التدفقات إلا بعد خصم كل المستحقات عل الاستثمار مثل الضرائب و الرسوم والمستحقات الأخرى.

ثالثا - مدة حياة المشروع:

وهي المدة المقدرة لبقاء الاستثمار في حالة عطاء جيد ذي تدفق نقدي موجب¹ . ويمكن الاستناد في تحديد مدة حياة الاستثمار على مدى الحياة المادية بمختلف الوسائل أو التركيز على دورة حياة المنتج و بالتالي على مدى الحياة الاقتصادية للمشروع. رابعا- القيمة المتبقية: عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للاستثمار، نقوم بتقدير القيمة المتبقية له، بحيث يمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية، و تعتبر هذه القيمة المتبقية، إيرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة و بالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال.

المطلب الثالث: أهداف الاستثمار

للمشروع الاستثماري أهداف متوقعة نجلها فيما يلي² :

الفرع الاول: الأهداف الاقتصادية: وتتمثل فيما يلي:

زيادة الإنتاج السلعي والخدمي الممكن تسويقه بفاعلية، وبالتالي تحقيق دخول مناسبة لعوامل الإنتاج فضلا عن زيادة الدخل الوطني.

زيادة قدرة الاقتصاد الوطني على تشغيل عامل الإنتاج، و إيجاد فرص التوظيف من القوى العاملة و رأس المال و الأرض و الإدارة، بالشكل الذي يقضي على البطالة في كافة صورها و أشكالها.

تعظيم الربح لأنه الهدف الذي يسعى المشروع لتحقيقه، كعائد على رأس المال المستثمر و لزيادة نموه و تطوره.

¹ نفس المرجع ، ص 305

² آدم مهدي أحمد ، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية ، الشركة العالمية للطباعة و النشر ، القاهرة، 1999 ، ص 7

زيادة قدرة المشروع على الاستخدام الأكفأ و الأعلى لعوامل الإنتاج خاصة المواد الخام و الطاقة، باستخدام الطرق التشغيلية و التكنولوجية المتقدمة.

القيمة الاقتصادية للموارد الطبيعية المتوفرة بالدولة.

زيادة قدرة جهاز الإنتاج الوطني على إتاحة مزيد من السلع و الخدمات و عرضها بالسوق المحلي، لإشباع حاجة المواطنين، و كذلك للحد من الواردات و العمل على زيادة قدرة الدولة للتصدير و لتحسين ميزان المدفوعات.

تعميق التصنيع المحلي للخدمات المحلية و السلع الوسيطة المنتجة محليا، لزيادة قيمتها المضافة و بالتالي زيادة العائد و المردود الاقتصادي.

تقوية بنية الاقتصاد الوطني بالشكل الذي يعمل على تصحيح الإختلالات الحقيقية القائمة فيه، ويعيد توزيع المساهمات و مشاركة القطاعات الإنتاجية المختلفة.

توفير ما تحتاجه الصناعات وأوجه النشاط الاقتصادي الحالية من مستلزمات الإنتاج و المعدات و الآلات الخاصة بها.

الفرع الثاني: الأهداف التكنولوجية: وتتمثل فيما يلي:¹

تطوير التكنولوجيا و أساليب الإنتاج المحلية لتصبح أقدر على الوفاء باحتياجات الدولة و الأفراد. تطوير واستيعاب التكنولوجيا وأساليب الإنتاج التي تم استيرادها من الخارج لتصبح مناسبة للظروف المحلية.

المساعدة في إحداث التقدم التكنولوجي السائد، بتقديم النموذج الأمثل الذي يتم الأخذ والإقتداء به من جانب المشروعات المماثلة و المنافسة.

اختيار الأنماط والأساليب التكنولوجية الجديدة المناسبة لاحتياجات النمو والتنمية بالدولة.

الفرع الثالث: الأهداف الاجتماعية

- تطوير هيكل القيم و نسق العادات و التقاليد بالشكل الذي يتوافق مع احتياجات التنمية الاجتماعية و الاقتصادية و القضاء على السلوكيات الضارة.

- تحقيق التنمية الاجتماعية المتوازنة، بين مختلف مناطق الدولة عن طريق استخدام المشروع الاستثماري كأداة للإسراع بتنمية و تطوير بعض مناطق الدولة .

- القضاء على كافة أشكال البطالة، على بؤر الفساد الاجتماعي و الأمراض الاجتماعية الخطرة التي تفرزها البطالة .

- تحقيق العدالة في توزيع الثروة و ناتج تشغيل هذه الثروة على أصحاب عوامل الإنتاج

¹ Smith, John. Economic Development and Technology Adaptation. Oxford University Press, United Kingdom, 2020, p23-24 .

- تحقيق الاستقرار الاجتماعي والإقلال من حالات التوتر و القلق الاجتماعي و ذلك بتوفير احتياجات المجتمع من السلع و الخدمات الضرورية.

- إرساء روح التعاون و العمل كفريق متكامل و بعث علاقات متطورة بين العاملين في المشروع الاستثماري .

الفرع الرابع: الأهداف السياسية:¹

- تعزيز القدرات التفاوضية للدولة مع الدول الأخرى و المنظمات .

- إيجاد قاعدة اقتصادية تعمل على تعميق و تعزيز الاستقلال الوطني بمضمونه الاقتصادي

- زيادة القدرة الأمنية و أداء النظام السياسي بشكل قوي من خلال توفير أساس اقتصادي قوي يرفع من مكانة الدولة سياسيا في المجتمع الدولي.

- تغيير نمط و سلوكيات البشر و انتظامهم في كيانات و منظمات و مشروعات تجعل منهم قوة فاعلة في المجتمع تؤكد أمن الوطن.

- تغذية القدرات الدفاعية والحربية للدولة سواء للاستخدام العسكري أو لاستخدام السلم.

المطلب الرابع: مجالات الاستثمار:

يقصد بمجال الاستثماري نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجال الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار.

فإذا ما قلنا بأن مستثمر ما يوظف أمواله في الاستثمارات المحلية، بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في الأوراق المالية، الأجنبية فإن تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الاستثمار. أما لو قلنا بأن المستثمر الأول يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف الثاني أمواله في سوق الأوراق المالية، فإن تفكيرنا في هذه الحالة يتجه نحو أداة الاستثمار.²

و عموماً، وكما تختلف مجالات الاستثمار، تختلف أيضاً أدوات الاستثمار المتوفرة في كل مجال، وهذا ما يوفر للمستثمر بدائل استثمارية متعددة تتيح له الفرصة لاختيار ما يناسبه منها.

ويمكن تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، ولكن من أهم هذه التبويبات المتعارف عليها

نوعان هما:³ أ- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار

ب- المعيار النوعي لمجالات الاستثمار.

¹ فريد النجار، " الاستثمار الدولي و التنسيق الضريبي "، مرجع سابق، ص23

² محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات - الإطار النظري و التطبيقات العلمية، القاهرة ، مصر ، 1999- ص 61

³ حمد، علي. الاستثمار الدولي واستراتيجيات التنمية الاقتصادية. دار الفكر الاقتصادي، القاهرة، مصر، 2020، ص ص ، 150-152.

الفرع الاول: المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار:

تتوزع الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية.

أولاً- الاستثمارات المحلية:

تشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية والذهب، والمشروعات التجارية.

ثانياً- الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية:

تشمل مجالات الاستثمار جميع الفرص المتاحة في الاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر.

فلو قام مستثمر جزائري مثلاً بشراء عقار في لندن بقصد المتاجرة، أو قامت الحكومة الجزائرية بشراء حصة في شركة عالمية مثل شركة مر سيدس، فإنه استثمار خارجي مباشر. أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة في محفظة مالية لشركة استثمار جزائرية تستثمر أموالها في بورصة نيويورك، في هذه الحالة فإنه استثمار خارجياً غير مباشر بالنسبة للفرد المستثمر، ومباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

مزايا الاستثمارات الخارجية وعيوبها:¹

1- مزاياها:

- توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات الاستثمار.
- تهئ له مبدأ توزيع المخاطر بشكل أفضل.
- تتميز بوجود أسواق متنوعة ومتطورة.
- تتوفر في هذه الأسواق قنوات إيصال فعالة ونشيطة.
- تتوفر الخبرات المتخصصة من المحللين والوسطاء الماليين.

2- عيوبها:

- ارتفاع درجة المخاطرة والمتعلقة بالظروف السياسية.
- قد يكون لها تأثير على الانتماء الوطني للمستثمر لأنه يسعى وراء مصالحه في الخارج بدلاً من استثمارها في الوطن.
- احتمال ازدواجية الضرائب.
- مخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد والتي تنشأ عن تقلب أسعار الصرف العملة الأجنبية

2محمد مطر؛ إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 61

الفرع الثاني: المعيار النوعي لمجال الاستثمار¹:

تبوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية أخرى مالية.

أولاً- الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية:

يعتبر الاستثمار حقيقياً أو اقتصادياً عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب...الخ.

والأصل الحقيقي يقصد به كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة مثل العقار. أمّا السهم، فهو أصل مالي، ولا يمكن اعتباره أصل حقيقي لأنه لا يترتب لحامله حق الحيازة في أصل حقيقي، وإنما لمالكه حق المطالبة بالحصول على عائد.

و عموماً فإنّ جميع الاستثمارات المتعارف عليها عدا الأوراق المالية، هي استثمارات حقيقية، لذا يطلق عليها البعض مصطلح الاستثمار في غير الأوراق المالية، كما يطلق عليها آخرون مصطلح استثمارات الأعمال و المشروعات. وإذا كان عامل الأمان من أهم مزايا الاستثمار في الأصول الحقيقية، فإنّ المستثمر فيها يواجه عدة مشاكل أهمها:

* اختلاف درجة المخاطرة للاستثمار بين أصل وآخر، لأن هذه الأصول غير متجانسة.

* بسبب عدم توافر سوق ثانوي فعال لتداول هذه الأصول.

* يترتب على المستثمر فيها نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً (تكاليف النقل، التخزين...)

* يترتب الاستثمار فيها خبرة متخصصة وذات دراية بطبيعة الأصل محل الاستثمار.

خصائص الأصول الحقيقية: من أهم الخصائص نذكر ما يلي:

غير متجانسة وهي بذلك تحتاج إلى الخبرة والمهارة والتخصص للتعامل بها.

لها قيمة ذاتية، ولها كيان مادي ملموس.

تتمتع بدرجة عالية من الأمان.

تحصل المنفعة فيها من خلال استخدامها

الاستثمار بها استثمار حقيقي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، ويساهم في تكوين رأس مال البلد

قابليتها للتسويق منخفضة، ولذلك فسيولتها منخفضة.

يترتب عليها نفقات النقل والتخزين في حالة السلع، والصيانة في حالة العقار.

¹ زياد رمضان؛ مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي؛ مرجع سابق، ص 39

ثانيا- الاستثمار المالي:

وتشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم، أو سند، أو شهادة إيداع...ألخ. و الأصل المالي: يمثل حقا ماليا لمالكه أو لحامله، المطالبة بأصل حقيقي، و يكون عادة مرفقا بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية. و ما يحدث في السوق الثانوية من عمليات بيع أو شراء للأسهم أو السندات فيعتبر نقل ملكية الأصل المالي، حيث يتخلّى البائع عن ملكية لذلك الأصل (سهم، السند...) مقابل حصوله على المقابل، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أي منفعة اقتصادية مضافة للنتاج الوطني، لكن هنا حالات استثنائية يترتب فيها على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة، و ذلك في حالات التمويل للمشاريع الجديدة، أو التوسع في النشاط....¹

1- خصائصه:

-التجانس الكبير في وحداتها
-وجود أسواق متطورة للتعامل بها
-تعطي مالكة حق المطالبة بالفائدة أو الربح، عند موعد الاستحقاق في حالة السندات، و عند التصفية في حالة الأسهم.

-ليس لها كيان مادي ملموس، فهي تحتاج إلى مصارف نقل وتخزين أو صيانة.
-يحصل مالكةا على منفعتها منها في حالة اقتنائها لها عن طريق جهود الآخرين.
-تتصف بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعارها.

2- مزايا الاستثمارات المالي: ²

- وجود أسواق منظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.
- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة بالأوراق الاستثمارية الأخرى
- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة بأدوات الاستثمار الأخرى
- التجانس بين وحدات الأصول المالية.
- وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل للمستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة، دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.

¹ محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات، مرجع سابق، ص 75

² زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص 40

ونظرا للتفوق الواضح للمزايا مقارنة بالعيوب المتمثلة في خطرها في حطر خروجها مرة واحدة مما قد يسبب ازمة مالية، جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطابا لأموال المستثمرين أفراداً أو مؤسسات.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق البعض على أدوات الاستثمار مصطلح وسائط الاستثمار، وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر عديدة ومتنوعة، وسوف نتناول أدوات الاستثمار المالي والحقيقي بالتفصيل:

المطلب الاول: أدوات الاستثمار الحقيقي

من أصناف الاستثمار الحقيقي التي سيتم بحثها: العقار والسلع والمشروعات الاقتصادية.

الفرع الاول: العقار

تحتل المتاجرة بالعقار المركز الثاني في عالم الاستثمار بعد الأوراق المالية، ويتم الاستثمار فيها بشكلين، أما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلاً. أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية، ويلقي الاستثمار في العقار اهتمام كبير من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي.¹

خواص الاستثمار في العقار:

درجة عالية من الأمان تفوق ما في الأوراق المالية.

بعض المزايا الضريبية في بعض البلدان مثل إعفاء فوائد السندات العقارية.

التكاليف المرتفعة، لأن التمويل طويل الأجل، وتكاليفه مرتفعة وفي المقابل عوائده مرتفعة كذلك.

عدم توفر سوق ثانوية منظمة، كما أنها ليست على درجة عالية من السيولة.

عدم التجانس مما يلاقي المستثمر مصاعب شتى تتعلق بتقويمها أو حساب معدلات العائد عليها.

الفرع الثاني: السلع

تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة، تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة (بورصات)، على غرار بورصات الأوراق المالية، ولذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة القطن في نيويورك، و أخرى للذهب في لندن، وثالثة للبن في البرازيل، ورابعة للشاي في سيريلانكا... الخ.

يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق قيود خاصة تسمى "التعهدات المستقبلية"، وهي عقد بين طرفين هما منتج السلعة و وكيل أو سمسار، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة، و بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد .

¹ محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مرجع سابق، ص 79

الفرع الثالث: المشروعات الاقتصادية

تعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا، و تتنوع أنشطتها ما بين تجاري، و صناعي و زراعي، كما أن منها من يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو تقديم الخدمات. خصائص الاستثمار في المشروعات الاقتصادية:

يحقق للمستثمر في المشروعات الاقتصادية عائدا مقبولا مستمرا.

توفر قدر كبير من الأمان لدى المستثمر، باعتباره يحوز على أصول حقيقية لها قيمة ذاتية، ولذا فإن درجة المخاطرة المتعلقة بالمخاطر الرأسمالية منخفضة إلى حد كبير.

توفر للمستثمر ميزة الملاءمة، إذ يختار من المشروعات ما يتناسب مع ميوله.

يتمتع المستثمر بحق إدارة أصوله إما بنفسه، أو بتفويض غيره.

لها دور اجتماعي أكثر من غيره، فهذه المشروعات تنتج سلعا وخدمات تحقق إشباعا حقيقيا للأفراد أو المجتمع، كما تعمل على توظيف جزء من العمالة الوطنية، وبالتالي تعتبر مصدر دخولهم.¹

عيوبه:

انخفاض درجة سيولة رأس المال لمستثمر، فالأصول الثابتة تشكل الجانب الرئيسي من رأس المال المستثمر، وهي أصول غير قابلة للتسويق السريع.

الفرع الرابع: المعادن النفيسة

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاتين... من مجالات الاستثمار الحقيقي، وقد شهدت أسعار المعادن النفيسة تقلبات حادة في الآونة الأخيرة، في حين وصل الذهب ذروته في بداية الثمانينات، ثم عاد وانخفض بحدة، خصوصا عندما تصاعد دور الدولار كميلاد آمن للمستثمرين، وذلك بعد أن كان الذهب يقوم بهذا الدور. و تتواجد للمعادن النفيسة أسواق منظمة و أهمها: سوق لندن، و سوق زيوريخ، وسوق هونغ كونغ ويتخذ الاستثمار في المعادن صور متعددة أهمها:² -

ال شراء و البيع المباشر.

- ودائع الذهب التي تودع في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبيا.
- المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية في سوق العملات الأجنبية.

¹ زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي ، مرجع سابق، ص 44

² محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات - الإطار النظري و التطبيقات العلمية-، مرجع سابق، ص 77

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة، حسب معايير مختلفة ومن أهم هذه المعايير معيار الأجل، ومن خلالها يمكن تقسيم الأدوات الاستثمارية إلى أجلين رئيسيين: ¹

الفرع الأول: أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل: وتتمثل في:

أولاً- القروض تحت الطلب:

هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك، ولذلك فهي تحمل أسعار متدنية جداً ومدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوماً أو يومين.

ثانياً- أدونات الخزينة:

هي عبارة عم دين قصير الأجل، أي أنها أوراق تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها مثل البنوك وشركات التأمين بخصم عن قيمتها الاسمية بهدف الاقتراض للأجل القصير لسد حاجات مالية قصيرة الأجل، وتستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن سنة تحمل عائداً متدنياً لأنها تكاد تخلو من المخاطر.

ثالثاً- الأوراق التجارية:

هي شبيهة بأدونات الخزينة من جميع الوجوه، ولكنها تختلف عنها بأن الأوراق التجارية هي من إصدار الشركات الضخمة، بدلاً من الحكومة، أي أنها أدوات اقتراض للقطاع الخاص وبذلك فهي تتصف بمخاطر أكثر بقليل من مخاطر بأدونات الخزينة، و بناء عليه فإن عائدها أكبر بقليل من الأخرى.

رابعاً- القبولات

ينشأ القبول عن السحب الزمني المستعمل في التجارة الخارجية، والسحب الزمني هو مطالبة بالدفع يرسلها مصدر البضاعة إلى مستوردها يطالبه بدفع المبلغ المطلوب ثمناً للبضاعة.

وعندما يقبل المستورد هذه المطالبة يكتب على السحب كلمة مقبول *Accepté*، ويضع توقيعاً وتاريخ التوقيع فيصبح السحب عندها قبولاً. ويمكن بيعه بأقل من قيمته الاسمية مثله مثل الكمبيالة، وتقوم مؤسسات مالية عديدة بالاستثمار بهذه القبولات عن طريق شرائها بخصم، والاحتفاظ بها إلى موعد استحقاقها حيث تقوم بتحصيل كامل قيمتها الاسمية فترجح الفرق. ²

خامساً- شهادات الإيداع:

شهادة الإيداع وثيقة تثبت وجود ودیعة في بنك بمبلغ ثابت، ولفترة محددة، وبمعدل عائد فائدة محددة. والشهادة قد تكون اسمية أو لحاملها، وعادة ما تكون بمبالغ كبيرة نسبياً، أما عوائدها فمعفاة من الضرائب.

¹ - زياد رمضان؛ مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص ص 46،47

تشجع البنوك لإصدار هذه الشهادات لتتمكن من الحصول على أموال تشكل موردا ثابتا لها، يؤدي إلى الاستقرار النسبي في موارد البنك، يشجع على الاستثمار طويل الأجل وعلى منح الائتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة.¹

سادسا - العملات الأجنبية (التعامل الفوري):

تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر، حيث تنتشر هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم مثلك لندن، باريس، فرانكفورت، طوكيو... وغيرها. وتتميز سوق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق المالية بعنصرين:

1- الحساسية المفرطة للظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، مما يزيد من درجة المخاطرة الاستثمار فيه من بينها: مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر السيولة و مخاطر الائتمان.

2- هو سوق يفتقر إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية، بل يتم التعامل بواسطة أدوات الاتصال الحديثة.

وتتأثر أسعار العملات الأجنبية بمجموعة من العوامل يمكن تصنيفها بشكل عام إلى مجموعتين هما:

أ- العوامل الاقتصادية والسياسية:

- الظروف الاقتصادية الدولية
- الدورات الاقتصادية
- سوق الاستيراد و التصدير.
- حرية التحول إلى الخارج
- القروض الدولية و المساعدات الخارجية
- الأحداث السياسية
- السياسات الضريبية و أسعار الفائدة.
- ظروف التضخم و الانكماش الإقتصادي
- و وضعية ميزان المدفوعات و الموازنة العامة للدولة

ب- عوامل فنية:

- ظروف السوق النقدي و ظروف المتعاملون فيه.
- العرض و الطلب للعملات الأجنبية.
- التغيرات في أسواق المال الأخرى و في سوق النقد.
- و يتم التعامل في سوق الأوراق النقدية بموجب سعرين هما:

¹ زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي ، مرجع سابق ، ص 47-49

- سعر الصرف الآني (الفوري):

السعر الآني هو سعر التسليم الفوري، و هو أن يتم تسليم العملة المشتراة فوراً أو خلال يوم عمل على أبعد تقدير، و قد يكون بسعر البيع أو بسعر الشراء.

فسعر الشراء هو السعر الذي على أساسه تشتري المؤسسة المعلنة العملة المسماة، بينما سعر البيع هو السعر الذي على أساسه تبيع نفس المؤسسة العملة المسماة، و تتم التسمية في سوق العملات الأجنبية بإعطاء السعيرين معا و يترك الخيار للسائل في أن يشتري أو يبيع. أما الهامش أو ربح الصرف هو الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع.¹

- سعر الصرف الآجل:

و يستخدم عند إبرام صفقات شراء أو بيع عملات أجنبية، سيتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد. و سعر الصرف الآجل يتوقف مداه على عدة عوامل مثل: 2

* التوقعات المستقبلية لاتجاه الأسعار
* أسعار الفائدة و توقعاتها.

* طول الفترة الزمنية بين فترة إبرام العقد و تاريخ وضعه موضع التنفيذ.

و نظرا للمخاطر المحيطة بأسعار الصرف يلجأ الكثير من المتعاملين في أسواق العملات الأجنبية إلى استخدام "عقود الخيارات" كوسيلة من وسائل الحيلة و الحماية من هذه المخاطر. ويلعب تقلب أسعار الصرف العملات الأجنبية سواء مقابل العملة المحلية أو مقابل العملات الأجنبية دور كبير في تحديد مكاسب أو مخاسر الاستثمار في العملات الأجنبية، سواء بالنسبة للمتعاملين في سوق الصرف الأجنبي، أو بالنسبة لأصحاب المحافظ الدولية.

و يحدد سعر الصرف العملات المحلية في كثير من الدول خاصة النامية على أساس "سلة العملات" و تحدد هذه السلة عادة من قبل البنك المركزي من مجموعة من العملات الأجنبية، و بأوزان مختلفة يتم تغييرها من وقت لآخر.

ويمكن قياس سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى بالمعادلة التالية:

مثلا سعر الدينار / الإسترليني = [(الدينار / الدولار) / (الإسترليني / الدولار)]

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار المالي الطويل الأجل: وتتمثل في:

أولاً- الأسهم العادية:

الأسهم العادية تمثل أموال ملكية، يتمتع حاملها بحقوق، و حددتها الأعراف و قانون الشركات، وأحسن وصف لها يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها.²

¹ - زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص 50

² نفس المرجع، ص 56

حقوق حملة الأسهم العادية: الحقوق التي يتمتع بها حامل الأسهم العادية ضمنها له قانون الشركات هي:

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها.
- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين.
- الحق في التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة العامة للمساهمين.
- حق نقل الملكية عن طريق البيع و إهدائها أو إيراثها.
- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.
- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم.
- حق انتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم.
- الحق في الأرباح المحجوزة.

ملاحظة:

هناك عدة فئات للأسهم العادية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تقوم الشركات بإصدار فئتين من الأسهم العادية من حيث حق التصويت، فئة "أ" و فئة «ب»، فالفئة "أ" لها حقوق التصويت أكبر من حقوق الفئة «ب». وأول ما ظهرت في البلدان الأوروبية حيث أعطت للفئة "أ" عشر 10 أصوات للسهم، بينما للفئة "ب" صوت واحد للسهم.

التصويت بالأغلبية والتصويت التجميعي:

يفوز المترشح بالأغلبية في حالة حصوله على أكثر الأصوات، أمّا في حالة التصويت التجميعي، في حالة حصول على عدد من الأصوات المطلوبة لنجاح المترشح أو أكثر حسب العلاقة التالية:

$$\frac{\text{عدد الأعضاء المرغوب في إنجاحهم} \times \text{عدد الأسهم}}{\text{عدد أعضاء المجلس الإدارة} + 1}$$

عدد أعضاء المجلس الإدارة + 1

ثانياً - الأسهم الممتازة:

هي أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، وقد سميت أسهم ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أنّ لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها.

الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:¹

حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة والأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية.

^{1 2} - زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي ، مرجع سابق ، ص 59

هناك حدّ أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية.

غالبا لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة.

لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

الأسباب التي تدعو إلى إصدار السهم الممتازة:

وجود نوع من المستثمرين الذين لا يريدون درجة مخاطرة عالية نسبيا مقارنة مع الأسهم العادية، مثل شركات التأمين والمتعاقدين والأرامل.

الحصول على عائد إثر استثمار بيع الأسهم الممتازة، بحيث تحقق أرباحا تفوق الأرباح التي ستوزع على حاملها.

والنقطة الهامة، هو استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

أنواع الأسهم الممتازة:

1- الأسهم الممتازة المشاركة:

هذا يعني أنّ هذه الأسهم يأخذ نصيبها من الأرباح أولا ثم يأخذ نصيبا ثانيا بعد توزيع الأرباح على الأسهم الغير عادية، أمّا إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط. 2

2- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا إذا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا، وأعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها.

ففي حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها في السنة، وفي حالة ما إذا هذه الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح وفي السنة الموالية أعلنت الشركة توزيع الأرباح فحملت هذه الأسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالنسبة السابقة. أما في حالة ما إذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، بل تأخذ إلا في السنة التي قرر فيها توزيع الأرباح.

3 - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

يعني هذا أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبعا إذا كلن يقاضي عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة، فإن الأسهم العادية تكون أحسن من الأسهم الممتازة، فيمكن لحملة هذه الأسهم الممتازة أن يحولونها على أسهم عادية، إذا كان ينص عليه قانون الشركة.

4- الأسهم الممتازة المضمونة للأرباح:

في هذه الحالة، الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح أو العائد، بحيث يكون محدد مسبقا و حتى في حالة ما إذا كانت الشركة لم تحقق أرباحا، فيتم التوزيع عليها أرباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية.

ثالثا - السندات:

السند عبارة عن حصة في قرض تأخذه الشركة المصدرة من الأشخاص والمؤسسات التي تشتري منها هذه السندات. إصدار السندات يعتبر شكل من أشكال الاقتراض عندما تقوم الحكومة أو الشركات الضخمة الاقتراض من الجمهور، فتبيع الأوراق المالية بقيمة إسمية محددة و بمعدل فائدة معين، وتستحق في فترة زمنية معينة و محددة.

فأسعار الفائدة تكون إما سنوية أو نصف سنوية، أي فائدتها تكون دورية، أما بعد انتهاء الفترة الزمنية المحددة، تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات باسترجاعها و بدفع قيمتها الإسمية لحاملها.

ومنه نستنتج من التعريف أن السندات هي: ¹

- تعترف بموجبها الجهة المصدرة لها بمديونيتها للشخص الذي يملكها بمبلغ يساوي القسمة الإسمية السند المكتوب عليه.

- تتعهد الجهة المصدرة بدفع فوائد سنوية أو نصف سنوية لحامل السند.

- تتعهد الجهة المصدرة بإطفاء السندات عند تاريخ الاستحقاق بقيمتها الإسمية.

* أشكال السندات: ²

1- من حيث الضمان:

أ- سندات مكفولة برهن موجودات معينة.

ب- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الأولى.

ج- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الثانية.

وهذه السندات تسدد بعدد تسديد جميع السندات المكفولة برهن الموجودات أو غير المكفولة من الدرجة الأولى.

د- سندات الدخل، وهي تلزم المصدر لها بدفع الفوائد فقط عندما تحقق أرباحا.

2- من حيث سعر الفائدة:

أ- سندات ذات سعر فائدة ثابتا.

ب- سندات ذات سعر فائدة عائم

ج- سندات ذات سعر فائدة مغرية تباع بخصم.

¹ زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي ، مرجع سابق ، ص 63

² نفس المرجع ، ص 70

3- من حيث حاملها:

أ- لحاملها

ب- تحمل اسم حاملها.

4- من حيث القابلية للتحويل:

أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد فترة زمنية معينة.

ب- سندات غير قابلة للتحويل.

هـ - من حيث قابليتها للاستدعاء:

هذا يعني أن الشركة المصدرة للسندات تقوم باستدعاء حاملي سنداتها (إذا كان قانون أو عقد شركة ينص على ذلك طبعاً) , لشرائها أو استرجاعها مقابل علاوة استدعاء , فكلما تأجل موعد الاستدعاء كلما تنقص العلاوة.

* استراتيجية الاستثمار في السندات: ¹

تتغير الإستراتيجيات بتغير أهداف المستثمرين بين تحقيق أقصى حد ممكن، وبين المضاربة والمتاجرة على الأجل القصير .

وبين المضاربة والمتاجرة على الأجل القصير، يمكن تقسيم الإستراتيجيات إلى استراتيجيات متحفظة و غير متحفظة. والإستراتيجيات المتحفظة تنقسم بدورها إلى استراتيجية الشراء والحفظ، و استراتيجية الاستحقاق المنتظمة.

وتهدف استراتيجية الشراء و الحفظ إلى شراء سندات و الاحتفاظ بها، ومحاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات و بيع البعض الآخر، وذلك باستعمال معلومات من السوق، و تعتبر هذه من أبسط الإستراتيجيات.

أما استراتيجية الاستحقاق المنتظمة فأساسها هو خلال توزيع فترات الاستحقاق هذه السندات بصورة متساوية. وعند استحقاق مجموعة من السندات يقوم المستثمر بشراء مجموعة أخرى من السندات، وهذا حتى الاحتفاظ بتحقيق مستمر ومنتظم للسيولة تحت مستويات مختلفة للسيولة.

و فيما يخص الإستراتيجيات الغير متحفظة، فتتقسم بدورها إلى استراتيجية التوقيت الدوري، وفيها يتم التركيز على الأصول قصيرة الأجل عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، و الانتقال إلى الأصول طويلة الأجل عندما ترتفع أسعار الفائدة، ثم العودة إلى الأصول قصيرة الأجل عند انخفاض أسعار الفائدة، وعلى إثر ذلك يمكن للمستثمر أن يحصل على عوائد معتبرة إذا كانت له دراية بالسوق.

¹ منير إبراهيم هندي؛ الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، الطبعة الثالثة ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 98

أما الإستراتيجية الثانية، فتتمثل في استراتيجية الشراء بالهامش، و فيها يقوم المستثمر باستخدام الأموال المقترضة من أجل اقتناء أو شراء سندات، و العائد يتمثل في الهامش المكون من الفارق بين سعر الفائدة للقرض و سعر الفائدة للسندات.

و النوع الثالث من الإستراتيجيات الغير متحفظة، تتمثل في استراتيجية الاستثمار بالسندات ذات النوعية البسيطة، بحيث معدل العائد في السند ذات النوعية المتوسطة تكون عالية مقارنة مع السندات ذات النوعية العالية، فالاستثمار في النوع الأول يكون ذو عائد معتبر في حالة أو في فترات انكماش اقتصادي نظرا لأن معدلات الفائدة تكون متفاوتة.

الفرع الثالث: أدوات استثمارية أخرى: وتتمثل في:

أولاً- صناديق الاستثمار:¹

صندوق الاستثمار هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد، تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار مثلا). وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة، تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائدا مجزيا، وضمن مستويات معقولة من المخاطر. كما يعتبر أيضا أداة مالية، ويمارس عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعا و شراء، كما يمكن بالمثل تكوين صناديق استثمار عقارية تمارس المتاجرة بالعقار.

ومن أهم مزايا صناديق الاستثمار هي أنها:

- تهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها، بأن يقوموا بتسليم مدّخراتهم تلك لمجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولون إدارتها مقابل عمولة معينة.

1-الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار:²

أ- مدير الصندوق:

يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار. ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة مئوية معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.

ب- أمين الاستثمار:

هو مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات المالية ذات السمعة الجيدة، والمركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق و مراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر الوكيل

¹ محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات ، مرجع سابق، ص77 .

² نفس المرجع، ص79 .

عن حملة شهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين الاستثمار هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.

ج- الهيئة الاستثمارية:

وتتضمن مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار و التحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصائح والمشورة في إدارة الصندوق أو توجيه استثماراته إلى المجالات المناسبة.

د- وكيل البيع:

هو وسيط أو مجموعة وسطاء، يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.

2- أنواع صناديق الاستثمار:¹

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار تصنيفات مختلفة بموجب أسس مختلفة أهمها:

* حسب أغراض المستثمرين:

أ-صناديق النمو:

هي صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس المال الصندوق، أي بعبارة أخرى، لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو المضاربة الهادفة إلى الاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأدوات الاستثمارية، والتي غالباً تكون أسهم ذات مخاطر مرتفعة.

ب- صناديق الدخل:

تتجه أهداف هذا النوع من الصناديق نحو الحصول على عائد مستمر للأدوات الاستثمارية في الصندوق، لذا تتجه إدارة الصندوق هنا نحو الاستثمار في إصدارات الشركات المستقرة ذات الجدوى الاقتصادية، خصوصاً الأسهم الممتازة والسندات.

ج- صناديق الدخل - رأس المال:

هي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، لذا تسمى الصناديق المتوازنة، فتوجه استثماراتها نحو النوعين بإتباع مبدأ التنوع.

د- صناديق متخصصة:

هي نوع من الصناديق تتخصص في المتاجرة بالأوراق المالية الصادرة عن شركات صناعية معينة، مثل صناعة النفط، أو صناعة الكمبيوتر أو شركات الخدمات.

* حسب حركة رؤوس الأموال:

1- الصناديق المغلقة أو المقفولة:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات ، مرجع سابق، ص 81

يكتسب هذا النوع من الصناديق تسمية من خاصية ثبات رأسماله، وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه، بمعنى أنه وبمجرد انتهاء فترة الاكتتاب الأولي في الصندوق لا يجوز لإدارة الصندوق أن تطرح حصصاً أو أسهماً إضافية بقصد زيادة رأس المال. كما لا يجوز لها بالمقابل، تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه، إلا عند تصفية الصندوق، لكن خاصية ثبات رأس المال الصندوق لا تمنع تداول أسهم أو حصص الصندوق في السوق المالي.

2- الصناديق المفتوحة:

نشأ هذا النوع من الصناديق بعد النوع الأول، و لقد اكتسبت تسميته من كونه مفتوح في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة، و اتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. لذا يكون رأس مال هذا النوع من الصناديق متغيراً وليس ثابتاً.

وبناءً عليه، يكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهماً أو حصصاً جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولي. كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه، وفي أي وقت يراه مناسباً أن يسحب من الصندوق، حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم حينئذ عن طريق الاسترشاد بمؤشر القيمة السوقية لصافي الأصول والمحدد في تاريخ الإطفاء.

* حسب عنصر الأمان:

1- صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:

يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من مستثمرين وهم عادة المحافظون اتجاه عنصر المخاطرة. إذ يوفر للمساهم فيه ميزة لا توفر لها الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار، ألا وهي ميزة المحافظة على رأس المال. أي أنّ مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأس ماله المدفوع في الصندوق، متحملاً بذلك و حدة مخاطر الخسائر التي قد تصيب رأس مال الصندوق، وذلك مقابل حصوله على عمولة نسبة معينة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح نقطة القطع.

2- صناديق الاستثمار غير المضمونة:

يقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون مستوى المخاطرة كبيراً، و يكون الإحتمال قائماً لأن يفقد كل رأسماله أو جزء منه. ويساهم هذا النوع من الصناديق المستثمرون المضاربون الذين يحسبون للمخاطرة حساباً سعياً وراء تحقيق عوائد غير عادية على استثماراتهم.¹

ب- المحافظ الاستثمارية:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 82

تعريفها: المحفظة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار، وتتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة. و هذا الأخير قد يكون مالكا لها، كما قد يكون مأجورًا، وحينئذ ستنقاولت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه و بين مالك أو مالكي المحفظة. و تختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب، العقار، السلع...الخ.

و يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم أو السندات، و الأذونات الخزينة و الخيارات...الخ. لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط، أي أنها تجمع الحصول الحقيقية و الأصول المالية معًا.¹

و لعل من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة، و هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة، أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسمالها الكلي، و تبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى، والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع و بدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة، مع تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حدها الأدنى

والمحفظة المثلى:

هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها.

المبحث الثالث: أنواع الاستثمارات الأجنبية:

يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات الأجنبية وهي: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة (المحفظة: Porte-feuille).

وتتصف سياسات وأشكال كل منها بالتعدد والتباين، فحسب النوع والأهمية النسبية والخصائص تتباين اختيارات وتقنيات كل من الدول المضيفة من ناحية، والشركات المتعددة الجنسيات من ناحية أخرى في رغبتها في تبني شكل أو أشكال هذا النوع من الاستثمارات ويرجع هذا الاختلاف إلى عدة عوامل:

*الاختلافات في خصائص الشركات المتعددة الجنسيات مثل: حجم الشركة أو مدى درجة أو دولية نشاطها وعدد الأسواق العالمية التي تخدمها أو الخدمات التي تقدمها ومجالات النشاط وأهداف الشركة.

* الاختلاف بين الدول المضيفة من حيث درجة التقدم الاجتماعي والأهداف التي تسعى لبلوغها من وراء استثمار أجنبي.

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 91

* الخصائص الصناعية أو النشاط الذي تمارسه الشركات المتعددة الجنسيات ودرجة المنافسة في الأسواق المضيفة.

* عوامل ترتبط بالأرباح والتكاليف المتوقعة ومتطلبات الاستثمارات المالية، الفنية والأخطار التجارية والغير التجارية.

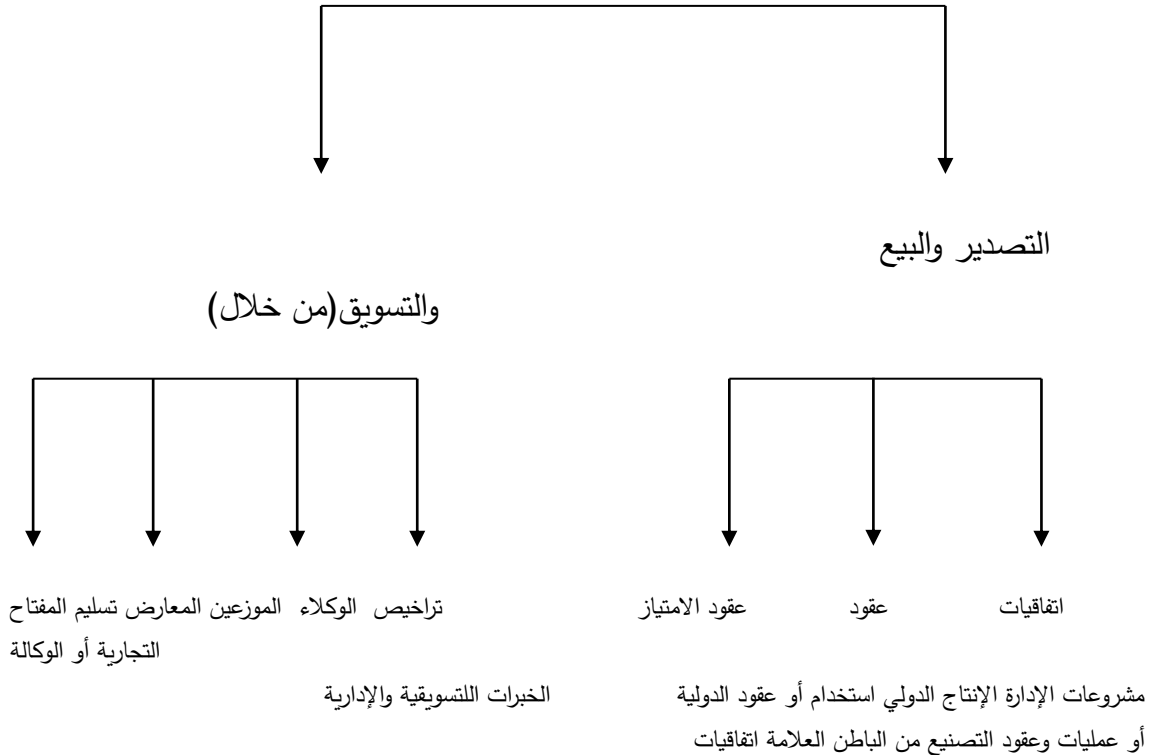
إذن ما هو المقصود من الاستثمار الأجنبي المباشر والغير مباشر؟

المطلب الاول: الاستثمار الأجنبي غير المباشر

هو الاستثمار الذي يعرف على أنه استثمار المحفظة أي الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق شراء السندات الخاصة لأسهم الحصص أو سندات الدين أو سندات الدولة من الأسواق المالية. أي هو تملك الأفراد والهيئات والشركات على بعض الأوراق دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري ويعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر استثمارا قصير الأجل مقارنة بالاستثمار المباشر¹.

ونلخص أهم أنواع الاستثمارات في الشكل التالي:

الشكل (1-1) الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة



المصدر: أبو قحف، عبد السلام. نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية. مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 38.

¹ أبو قحف، عبد السلام. نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية. مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 22.

ويمكن أن نميز بين نوعين من الاستثمار الدولي، أو كما يطلق عليه أيضا الاستثمار الأجنبي، وهما الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والاستثمار الأجنبي المباشر.

* الاستثمار الأجنبي غير المباشر: ويقصد به قيام الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المقيمين في دولة ما بشراء سندات أو أسهم لشركات قائمة في دولة أجنبية، مع عدم اهتمامهم بدرجة النفوذ الممارسة، بل ينصب الاهتمام بالمحافظة على سلامة رأس مالهم، وزيادة قيمة الأوراق المالية التي يملكونها¹.

أما النوع الثاني الاستثمار الأجنبي المباشر، ونظرا لكونه محور دراستنا فسوف نتعرض له بشيء من التفصيل، والتحليل في المطلب الموالي، لكن يكفي هنا أن نفرق بينه وبين النوع الأول في أن القائم به له حق إدارة المشروع سواء بالمشاركة، أو بالإشراف الكامل، وذلك تبعا لمقدار ملكيته للمشروع، على عكس النوع الثاني، فإن القائم به لا يحق له إدارة أو رقابة المشروع الذي أنجز عن طريقه.

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي المباشر

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

إن موضوع الاستثمار الأجنبي المباشر نال ومازال ينال القدر الكافي من اهتمامات الاقتصاديين والباحثين ورجال الأعمال في محاولة منهم لتقصي الحقائق بشأن مختلف جوانبه، ومن الطبيعي جدا أن ينجر عن ذلك اختلاف هؤلاء في ذلك، الأمر الذي انجر عنه تعدد تعاريفه. وسنشير إلى مختلف هذه التعاريف على سبيل الذكر وليس الحصر.

يُعرّف الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) بأنه استثمار يقوم به مقيمون في بلد ما للحصول على ملكية أصول في بلد آخر بغرض التحكم في الإنتاج والتوزيع والأنشطة الأخرى لشركة ما في البلد المضيف. وهو ينطوي على الحصول على مصلحة دائمة في مؤسسة تعمل في اقتصاد مختلف عن اقتصاد المستثمر، بهدف الحصول على صوت فعال في إدارة المؤسسة².

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر دوليا، وفقا لدليل إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي (FMI) عام 2007، على أنه³ " ذلك النوع من أنواع الاستثمار الدولي، الذي يعكس حصول كيان مقيم في اقتصاد ما على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر، (ويشار إلى الكيان المقيم باصطلاح المستثمر المباشر، وإلى المؤسسة باصطلاح مؤسسة المستثمر المباشر)، وتتطوي المصلحة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، بالإضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة ".

¹ عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 252.

² Moosa, Imad A. Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice. Palgrave Macmillan, Basingstoke, United Kingdom, 2002, p 3.

³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات: منشورات المؤسسة، العدد الفصلي الأول يناير - مارس 2008، الكويت، ص 10.

ويعرف البنك الدولي الاستثمار الأجنبي المباشر، على أنه " استثمار يقوم على أساس المشاركة في الإدارة (غالبا 10% من أصوات الإدارة) في مشروع يتم تشغيله في دولة أخرى بخلاف دولة المستثمر، والمستثمر يرغب أن يكون ذا تأثير في مجلس الإدارة للمشروع، وله حصة محددة من الملكية"¹.

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، فقد ركزت في تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على هدف ممارسة المستثمر الأجنبي المباشر لدور الرقابة على مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر، من خلال ملكية 10% أو أكثر من أسهم المشروع، وبالتالي التمتع بقوة التصويت في المشروع، وهذا ما يميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن استثمار الحافظة².

أما مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، فيعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه ذلك "الاستثمار الذي يفضي إلى علاقة طويلة الأمد، ويعكس منفعة، وسيطرة دائمتين للمستثمر الأجنبي أو الشركة الأم في فرع أجنبي قائم في دولة مضيفة غير تلك التي ينتميان إلى جنسيتهما"³.

إلى جانب ما ذكرناه من تعاريف لبعض الهيئات، والمؤسسات الدولية، سنزيد عن ذلك لنشير لبعض التعاريف الأخرى لعدد من الخبراء الاقتصاديين، والباحثين، فنجد على سبيل المثال:

Bertrand-Raymond الذي عرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه " مساهمة رأسمال مؤسسة في مؤسسة أخرى، يتم ذلك بإنشاء فرع لها في الخارج أو الرفع من رأسمالها، أو قيام مؤسسة أجنبية رفقة شركاء أجانب، أو هو وسيلة تحويل الموارد الحقيقية، ورؤوس الأموال من دولة إلى أخرى، وخاصة في الحالة الابتدائية عند إنشاء المؤسسة"⁴.

أما كل من Hess&Ross فهما يعرفان الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه " عبارة عن إنشاء مشروعات جديدة في الدولة المضيفة، أو الإضافة إلى رصيد الآلات والمعدات بواسطة المستثمرين الأجانب، أو شراء المستثمرين الأجانب للشركات المحلية في الدولة المضيفة (غالبا ما تكون 10% أو أكثر من أصول الشركة)"⁵.

ويعرف الاستثمار الأجنبي المباشر كذلك بأنه " تملك المستثمر الأجنبي لجزء من الاستثمارات أو كلها في مشروع معين في دولة غير دولته، فضلا عن قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع في حالة

¹ World Bank: The Role of Foreign Direct Investment in Development, Development Committee Meeting, Washington, 1991, D.c.p5.

² حسن بن رقدان الهجوج: تطوير الإدارة العربية لجذب الاستثمار، مؤتمر الاستثمار والتمويل، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2006، ص 55.

³ حسين عبد المطلب الأسرج: مقال تحت عنوان اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر وسياسات تنميته إلى الدول العربية 1992-2004، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 34، جوان 2007، القاهرة، مصر، ص 98.

⁴ Raymond Bertrand: Economie Financière Internationale, Paris, édition PUF, 1997, P 91

⁵ Hess.P and C.Ross: Economic Development Theories, Evidence and Policies, The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers, USA, 1997, p490.

الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، وبالإضافة إلى قيامه بتحويل موارد مالية، وتقديم مستويات متقدمة من التكنولوجيا، والخبرة الفنية في مجال نشاطه، إلى الدولة المضيفة¹.

ويعرفه آخر بأنه عبارة عن " المشروعات التي يقيمها، ويمتلكها، ويديرها المستثمر الأجنبي من خلال المعرفة الفنية، والإدارية، وبما يملكه من رأس المال النقدي"²

ومن خلال عرضنا لبعض تعاريف الاستثمار الأجنبي المباشر، يرى الباحث أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو عبارة عن الأنشطة الاستثمارية التي يقيمها المستثمر في بلد آخر بحيث يمتلكها ويديرها من خلال ما يملكه من رأس مال فيها، ويقوم بتحويل خبراته الفنية، وموارده المالية والتكنولوجية إلى الدولة المضيفة.

الفرع الثاني: أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر

الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) هو عنصر حيوي في الاقتصاد العالمي، يتيح للشركات توسيع عملياتها في دول أجنبية بهدف زيادة الربحية والتوسع في الأسواق الجديدة. ويعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر إحدى الأدوات المهمة التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول المستقبلية. تتنوع أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر بناءً على الغرض والأسلوب المتبع من قبل الشركات متعددة الجنسيات. ويمكن تقسيمها إلى عدة أنواع، من بينها الاستثمار الأفقي، الرأسي، الموجه نحو الموارد، الموجه نحو الكفاءة، والموجه نحو السوق.

أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر الأفقي:

يتمثل الاستثمار الأجنبي المباشر الأفقي في قيام الشركات بتكرار نفس الأنشطة الإنتاجية أو الخدمية التي تقوم بها في بلدها الأم في دولة أجنبية. هذا النوع من الاستثمار يهدف إلى الاستفادة من تواجد الشركات في أسواق جديدة لتلبية الطلب المحلي على المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة. على سبيل المثال، شركة سيارات أمريكية تفتح مصنعاً جديداً في ألمانيا لتصنيع وبيع السيارات في السوق الأوروبية، مما يتيح لها الوصول إلى المستهلكين الأوروبيين بسهولة أكبر دون الحاجة إلى استيراد السيارات من الولايات المتحدة.

من خلال هذا النوع من الاستثمار، تحاول الشركات تقليل تكاليف النقل وتجنب الحواجز الجمركية، بالإضافة إلى زيادة حصتها في السوق في الدولة الأجنبية. هذا النوع من الاستثمار شائع في الصناعات التي تتطلب وجوداً مباشراً في السوق المحلي، مثل صناعة السيارات، الأدوية، والأغذية.³

¹ عمر صقر: العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ، مصر ، 2001، ص 47.

² يمن الحماقي وآخرون: محاضرات في الاقتصاد التطبيقي، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، مصر ، 2003، ص 455.

³Hill, Charles W. L., and G. Tomas M. Hult. International Business: Competing in the Global Marketplace. 12th ed., McGraw-Hill Education, 2019, p. 239

ثانيا: الاستثمار الأجنبي المباشر الرأسي:

على النقيض من الاستثمار الأفقي، الاستثمار الأجنبي المباشر الرأسي يشير إلى استثمار الشركة في سلسلة التوريد، سواء في المراحل العليا (مثل تأمين المواد الخام) أو المراحل السفلى (مثل توزيع المنتجات). هذا النوع من الاستثمار يسمح للشركات بالتحكم في عمليات الإنتاج بشكل أكبر وتخفيض التكاليف التشغيلية من خلال التكامل الرأسي.

على سبيل المثال، يمكن لشركة إنتاج ملابس أن تستثمر في مصنع لإنتاج الأقمشة في دولة نامية حيث تتوفر المواد الخام بتكلفة منخفضة، ما يقلل من تكاليف الإنتاج ويساعدها على تحقيق ميزة تنافسية في السوق العالمي. الشركات تستفيد من هذا النوع من الاستثمار عبر زيادة مرونة عملياتها وتقليل الاعتماد على الموردين الخارجيين.¹

ثالثا: الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو الموارد :

الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو الموارد يتمثل في استثمارات الشركات التي تسعى إلى استغلال الموارد الطبيعية في الدول المضيفة، مثل النفط، الغاز الطبيعي، أو المعادن. هذا النوع من الاستثمار شائع في الصناعات الاستخراجية، حيث تستثمر الشركات متعددة الجنسيات في البلدان الغنية بالموارد الطبيعية لتطوير واستخراج هذه الموارد.

شركات النفط مثل ExxonMobil تستثمر في دول مثل المملكة العربية السعودية أو نيجيريا لتطوير حقول النفط والغاز الطبيعي. الهدف من هذا النوع من الاستثمار هو تأمين إمدادات ثابتة من المواد الخام بأسعار تنافسية، مما يساعد الشركات على الحفاظ على استمرارية الإنتاج وتقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار المواد الخام في الأسواق العالمية.²

رابعا: الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو الكفاءة:

هذا النوع من الاستثمار يهدف إلى زيادة كفاءة الإنتاج من خلال استغلال المزايا النسبية المتاحة في الدول الأجنبية، مثل تكاليف العمالة المنخفضة، الحوافز الضريبية، أو توافر المواد الخام بأسعار أقل. غالبًا ما تستثمر الشركات في دول ذات تكاليف إنتاج منخفضة نسبيًا لتحقيق ميزة تنافسية في السوق العالمي.

¹Moosa, Imad A. Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice. Palgrave Macmillan, Basingstoke, United Kingdom, 2002, p. 8 .

² Dunning, John H. Multinational Enterprises and the Global Economy. 2nd ed., Edward Elgar Publishing, 2008, p. 102.

على سبيل المثال، العديد من شركات التكنولوجيا العالمية مثل Apple و Microsoft قامت بنقل أجزاء من عملياتها التصنيعية إلى دول مثل الصين والهند للاستفادة من العمالة الرخيصة. هذا النوع من الاستثمار يساعد الشركات على تحسين هوامش الربح وتقليل التكاليف التشغيلية.¹

خامسا: الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو السوق:

يشير هذا النوع من الاستثمار إلى استثمارات الشركات في الأسواق الكبيرة أو الأسواق الناشئة التي تشهد نموًا سريعًا. تستثمر الشركات في هذه الأسواق لتلبية احتياجات المستهلكين المحليين والتوسع في حصتها السوقية في هذه البلدان. هذا النوع من الاستثمار يكون عادةً في الدول التي تتمتع بقاعدة استهلاكية كبيرة أو لديها إمكانيات كبيرة للنمو.

على سبيل المثال، قامت شركات مثل Coca-Cola بإنشاء مصانع جديدة في الهند لتلبية الطلب المحلي المتزايد على المشروبات الغازية، مما يساعد الشركة على تعزيز وجودها في الأسواق الناشئة ويقلل من تكاليف النقل والاستيراد.²

في المجمال، تتنوع أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر لتناسب احتياجات الشركات العالمية واستراتيجياتها التوسعية. سواء كان الهدف هو الوصول إلى موارد جديدة، تحسين الكفاءة الإنتاجية، أو التوسع في الأسواق، يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورًا محوريًا في الاقتصاد العالمي. من خلال هذه الأنواع المختلفة من الاستثمار، تستطيع الشركات تعزيز قدرتها على المنافسة العالمية وتحقيق الاستفادة على المدى الطويل.

المطلب الثالث: الشركات المتعددة الجنسيات كإحدى صور الاستثمار الأجنبي المباشر

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات من أهم الظواهر التي استأثرت، ومازالت تستأثر باهتمام كبير، ومتزايد من طرف الاقتصاديين، والباحثين، والخبراء، وحتى الدول في شتى أنحاء العالم، كونها من بين أهم الظواهر في الاقتصاد الدولي المعاصر، والتي لعبت دورا هاما في العلاقات الاقتصادية الدولية منذ فترات تاريخية طويلة.

وتعتبر الشركات المتعددة الجنسيات، أحد أهم أشكال الاستثمارات الأجنبية المباشرة الأكثر أهمية نسبيا، حيث تعتبر بمثابة القاطرة التي تجره ورأئها نحو أقاليم العالم المختلفة، وتعمل على الاستثمار في المناطق التي ترتفع فيها معدلات الربح مع تنوع، وتغير نشاطها، ومراكز إنتاجها بما يتلاءم، وتحقيق ذلك الهدف معتمدة على المزايا الاحتكارية التي تتمتع بها.

¹ Hill, Charles W. L., and G. Tomas M. Hult. International Business: Competing in the Global Marketplace. 12th ed., McGraw-Hill Education, 2019, p. 278.

² Dunning, John H. Multinational Enterprises and the Global Economy. 2nd ed., Edward Elgar Publishing, 2008, p. 125.

الفرع الأول: تعريف الشركات المتعددة الجنسيات:

تعددت التعريفات للشركات المتعددة الجنسيات لتعدد الجوانب والأبعاد المتعلقة بها، فيركز البعض في تعريفه على ملكية الشركة، ويركز البعض الآخر على الحجم، والضخامة، بالإضافة إلى طبيعة الملكية والتحكم في قراراتها.

يعرفها ريموند فرنون بأنها " مؤسسات ذات أحجام هائلة تحقق عوائد مرتفعة، وتتخبط للاستثمار في النشاطات التي يشترط فيها استخدام يد عاملة مؤهلة، ونفقات اشهارية، وأن تجسد عمليات الإنتاج في أكثر من بلد "¹

أما هيئة الأمم المتحدة فتعرفها على أنها " مؤسسة لها فرع أو أكثر تستثمر أموالها في الأصول الاستثمارية أو الإنتاج أو المبيعات".²

أما لويس ميخائلي، فيعرفها على أنها " كل شركة تتجز كل أو بعض المنتج خارج البلد الأصلي (البلد الأم)، الأمر الذي يستدعي إنشاء فروع لها في الخارج"³

ويعرف فرنون كذلك هذه الشركة وهو التعريف الأكثر شيوعا بأنها " المنظمة التي يزيد رقم أعمالها أو مبيعاتها السنوي عن 100 مليون دولار، والتي تمتلك تسهيلات أو فروع إنتاجية في ست دول أجنبية أو أكثر".⁴

الفرع الثاني: سمات الشركات المتعددة الجنسيات

يمكن أن نلخص السمات والخصائص التي تميز هذه الشركات في النقاط التالية:

تتميز هذه الشركات بسمة التكامل بينها وبين فروعها المتواجدة في أكثر من دولة، وذلك من خلال قيامها ومزاومتها في الإدارة، والإشراف على المشاريع من بدايتها إلى نهايتها، وتكون من وحدة إنتاجية لا تتجزأ.

التشتت الجغرافي للنشاط، حيث تنتشر في عدة دول بقصد الحصول على أي ميزة نسبية في أي دولة، وأن نمو السمتين (التشتت والمركزية) دائما يكون بشكل متوازن ودقيق، وهذا التناقض الظاهري بين التشتت والمركزية لا يجتمع إلا في هذا النوع من الشركات.⁵

¹ Noureddine Benfreha : Les Multinationales et la Mondialisation Enjeux et Perspectives pour l'Algérie, Edition Dhleb, Alger , 1999, P15.

² محمد بسيوني وآخرون، التنمية الاقتصادية، كتاب دراسي ، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2000، ص 413.

³ Jean Louis Mucchelli: Relations Economiques Internationales , Editions Hachette, Paris, 1994, P.23

⁴ أبو قحف عبد السلام : اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2003، ص375.

⁵ إسماعيل صبري عيد الله: الكوكبة ، الرأسمالية العالمية في مرحلة ما بعد الإمبريالية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 222 ، لبنان، أوت 1997، ص 12-13.

الحجم الهائل الذي تتمتع به، بحيث تمتلك فروع هائلة في البلدان المختلفة، بالإضافة إلى رقم الأعمال الضخم، والأرباح العالية، وتتصف كذلك بالتنوع، بحيث نجد تنوع في أنشطتها المختلفة فلا تكاد تستقر في قطاع معين، حتى تجدها تستمر أو تنتقل للاستثمار في قطاع آخر.

القدرة على الاستجابة، والتكيف مع المناخ الاقتصادي، والاجتماعي الذي تعمل فيه، وهو الأمر الذي أدى بها إلى أن تلعب دورا أكبرا في مسار التطور الاقتصادي العالمي، ومن ثم أكسبها ذلك نفوذا واسعا في العالم خاصة مع التحولات العالمية السائدة التي تشهدها الساحة الاقتصادية العالمية حاليا.

الفرع الثالث: دور الشركات المتعددة الجنسيات الداعم للاقتصاد العالمي

تعتبر الشركات متعددة الجنسيات هي الأداة الرئيسية لتجسيد الاستثمار الأجنبي المباشر وهي في ذات السياق تمثل مظهرا آخر للعولمة الاقتصادية بحكم نموها، وتوسعها وانتشارها في شتى أنحاء العالم، حيث أضحت لها دورا بارزا في تحديد مستقبل الاقتصاد العالمي.

وحسب تقديرات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، فقد قدر عدد الشركات المتعدد الجنسيات الأم حوالي 770 ألف شركة على مستوى العالم، وأكثر من 770 ألف فرع أجنبي¹.

وظلت الشركات عبر الوطنية التابعة للبلدان المتقدمة النمو في طليعة مصادر الاستثمار الأجنبي المباشر، فمثلت 84% من التدفقات الخارجية العالمية، وجاء نصف التدفقات الخارجية العالمية من بلدان الاتحاد الأوروبي، أما الشركات عبر الوطنية من الاقتصادات النامية والاقتصادات الانتقالية فاستمر توسعها الدولي في عام 2006، تتقدمها شركات هونغ كونغ (الصين) في مجموعة الاقتصادات الأولى، والاتحاد الروسي من المجموعة الثانية، وأما التدفقات الخارجية من هاتين المجموعتين، فقد بلغ حجمها 193 مليار دولار، أي بنسبة 16 % من التدفقات الخارجية من الاستثمار الأجنبي المباشر على الصعيد العالمي².

وبحكم قوة هذه الشركات، وخصائصها التي ميّزتها، تؤثر على حركة سير الاقتصاد العالمي وأدائه، وذلك من خلال المساهمة الفعالة فيه، حيث زادت المبيعات، والقيمة المضافة، والصادرات لدى نحو 78000 شركة من الشركات عبر الوطنية، ونحو 780000 فرع من فروعها الأجنبية بنسبة 18 % و 16 % و 12 % على التوالي في سنة 2006، مقارنة بالسنة التي قبلها، وشكل ذلك ما يعادل 10% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وثلاث الصادرات العالمية، ومنذ عام 1990 زادت العمالة في الفروع الأجنبية للشركات عبر الوطنية زيادة قاربت ثلاثة أمثال ما كانت عليه في ذلك العام³.

¹ الأونكتاد: تقرير الاستثمار العالمي، الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد من الاقتصادات النامية والانتقالية وآثاره على التنمية، 2006، ص 19.

² الأونكتاد: تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2007، مرجع سابق، ص 04.

³ الأونكتاد: المرجع السابق، ص ص 05، 06.

المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر

اختلفت المعالجات النظرية للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الفكر التقليدي، عن المعالجات في الفكر الاقتصادي الحديث، ويرجع ذلك لحداثة ظهور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد الدولي، حيث لم تتعد نسبتها 10% من إجمالي الاستثمار الأجنبي في العالم، وذلك حتى عام 1914، إلا أن هذه النسبة تزايدت بعد الحرب العالمية الثانية، لتصل إلى نحو 80% من إجمالي الاستثمار الأجنبي في العالم، وتناقصت نسبة الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وأصبحت 20%¹، وبالتالي فإن المعالجات النظرية قد تأثرت نسبياً بحجم، وأهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد الدولي.

ومن أبرز نقاط الخلاف بين النظرية الكلاسيكية، والنظرية الحديثة، هو أن النظرية الكلاسيكية ترى بأن الاستثمارات الأجنبية عبارة عن مباراة بها فائز واحد، وهو الشركات الأجنبية وهي المستفيدة دائماً، وليس الدول المضيفة، بينما تقوم النظرية الحديثة على افتراض أساسي مؤداه أن كلا الطرفين (الشركات الأجنبية والدول المضيفة) تربطهما علاقة المصلحة المشتركة،² بمعنى كل منهما يستفيد من الآخر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف المحددة، ويحصل كل طرف على كثير من العوائد.

اتسمت الدراسات الحديثة التي تناولت موضوع الاستثمارات الأجنبية المباشرة بتعددتها، لتركز كل نظرية على متغير أساسي في تفسيرها لهذا النوع من الاستثمار، وفيما يلي نتناول هذه الدراسات كمايلي:

- دراسات من الزاوية النقدية:

في هذه الدراسة كانت هناك محاولة من الكينزيون الجدد لوضع إطار لنظرية الاستثمارات الأجنبية المباشرة على أساس فكرة كينز، وهي (تفضيل السيولة النقدية)، حيث أن السيولة لا تأخذ صورة نقود، وإنما صورة أوراق مالية يمكن تحويلها في فترة قصيرة إلى نقود.

ويرى الكينزيون الجدد أن انتقال الاستثمارات الأجنبية المباشرة إنما هو نتيجة لاختلاف الإنتاجية الحدية لرأس المال من الدولة الأم للدولة المضيفة، حيث ينتقل رأس المال إلى الدول التي يرتفع فيها عائد رأس المال.³

- دراسات من زاوية تطور الإنتاج:

ترتبط العديد من النظريات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالتجارة الدولية، وقد اعتبر معظم النظريات التي تدور في هذا المجال هي امتداد لنظرية "أوهلن/هكشر Hechscher/Ohlenk"⁴ والتي تقوم على أساس التوزيع المتباين لعناصر الإنتاج، والذي يجعل رأس المال ينتقل إلى الدولة التي يتوفر فيها عناصر الإنتاج.

¹ محمد بسيوني وآخرون: التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 420.

² عبد السلام أبو قحف: اقتصاديات الاستثمار الدولي، المكتب العربي لحديث، الإسكندرية، مصر، 1991، ص 22.

³ عريان، أمير ألفونس. الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد العالمي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص 495.

⁴ محمد بسيوني وآخرون، التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 431.

- دراسات من زاوية السوق:

وتقوم على أساس تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر من وجهة نظر تحليل بنية السوق، حيث أن سوق المنافسة الاحتكارية هو الذي يدفع إلى الاستثمار في الخارج بهدف الحصول على مزايا نتيجة الوضع الاحتكاري، وبالتالي تقوم الشركة بنقل جزء من نشاطها الاستثماري إلى الخارج للمحافظة على مركزها التنافسي.

لقد ظهرت العديد من النظريات التي فسرت الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي تدخل ضمن إحدى الدراسات السابقة، وفيما يلي نستعرض في المطالب التالية أهم هذه النظريات:

الفرع الأول: نظرية التحركات الدولية لرأس المال

لاستثمارات الأجنبية المباشرة باعتبارها تحركات لرأس المال، وأنها تنشأ نتيجة لاختلاف أسعار الفائدة بين الدول، والذي يؤدي إلى انتقال رأس المال من الدول ذات العوائد المنخفضة إلى الدول ذات العوائد المرتفعة، وبالتالي توازن الشركات الأجنبية بين العوائد الحدية المتوقعة لرأس المال وبين تكلفته الحدية، فلو كانت العوائد الحدية المتوقعة في الخارج أكبر منها في الدولة الأم (بافتراض التكلفة الحدية متساوية)، فهنا يوجد حافز للاستثمار في الخارج عنه في الدولة الأم. هذه النظرية واجهتها بعض الانتقادات نذكر من أهمها مايلي¹:

- إن هذه النظرية مبنية على افتراض المنافسة الكاملة، وهو بداية افتراض غير واقعي.
- اختلاف توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة جغرافياً، حيث تستحوذ الدول المتقدمة على الجزء الأكبر من رأس المال المباشر، وذلك على عكس ما تتوقعه النظرية.
- كذلك لم تستطع تفسير وجود استثمارات أمريكية مباشرة في أوروبا، وفي نفس الوقت وجود استثمارات أوروبية مباشرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي نفس النشاط الاستثماري.
- هناك عوامل أخرى يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار، لأنها تؤثر في القرار الاستثماري وليس عامل الربحية، مثل معدل النمو الاقتصادي، حجم السوق، المناخ الاقتصادي، المناخ الاستثماري، الظروف السياسية... الخ.
- لا توضح النظرية كيفية نشأة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث تهتم فقط بتوزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة على معدلات الأرباح، ونمو الأسواق.

الفرع الثاني: نظرية عدم كمال السوق، ومدخل المنشأة الصناعية، ودورة حياة المنتج

تبني هذه النظرية تحليلها على أساس افتراض عدم واقعية المنافسة الكاملة، ومن ثم يعني عدم كمال للسوق الناتج عن عدم توفر المعلومات، ومن هنا تعرضت هذه النظرية للاستثمار الأجنبي المباشر

¹ محمد نظير بسيوني : اقتصاديات الاستثمار، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 2003، ص115.

من منظورين: الأول يتمثل في دوافع المنشآت الصناعية وهو منظور ساكن، والثاني يتمثل في دورة حياة المنتج وهو منظور متحرك.

أولاً: مدخل المنشأة الصناعية:

يعتبر كل من ستيفن هايمر hymer-stephane وشارل - كندلبرغر C.P. Kind le berger

- أن انتقال رأس المال من دولة إلى أخرى في صورة استثمارات أجنبية، يلزمه لكي يتحقق شرطان هما:¹
- أن تزيد الأرباح التي تحققها هذه الاستثمارات في الخارج عن تلك التي يمكن أن تحققها في الداخل.
- أن تتمتع الشركات الأجنبية بمجموعة من المزايا الاحتكارية أو شبه الاحتكارية في مواجهة الشركات الوطنية بالدولة المضيفة منها (الإنفاق الضخم على البحوث والتطوير، التقدم التكنولوجي، توفر المهارات الإدارية والتنظيمية،....الخ).

إن تتمتع الشركات الأجنبية بمزايا احتكارية يعد شرطاً هاماً لنمو هذه الشركات، وقيامها بالاستثمار الدولي، ولكنه شرطاً غير كافٍ، حيث تجاهلت أهمية المزايا المكانية للدول المضيفة كسبب ضروري وهام لتوطين الاستثمار الأجنبي فيها، كذلك لاقت هذه النظرية جملة من الانتقادات نذكر منها مايلي²:

- اعتمادها في التفسير على الشركات الكبرى (الشركات متعددة الجنسيات)، وبالتالي وجهت كل اهتماماتها التحليلية، والتفسيرية بالارتكاز على مثل هذه الشركات، وعلى عدد محدود جداً منها دون الشركات الأخرى.
- اعتمادها في التفسير أيضاً على ميزة واحدة لهذه الشركات، وهي ميزة التكنولوجيا، والمعلوم أن هذه الأخيرة تمتلك في الواقع عدة ميزات، ولا تقتصر على مجرد تلك الميزة.
- فسرت قيام الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع الإنتاج دون قطاع الخدمات، ومن ثم لم تتمكن من تفسير كيفية التدويل في هذا الأخير.
- إهمالها للاستراتيجيات الحكومية في مجال تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، إلى جانب الأسباب السياسية والاقتصادية، وتدويل الاستثمار المباشر إلى مناطق أخرى.

ثانياً: نظرية دورة حياة المنتج لـ Raymond Vernon:

تعود نظرية "دورة حياة المنتج" إلى فرنون 1966، والتي من خلالها حاول تفسير قيام الاستثمار الأجنبي المباشر، وركز أيضاً على المزايا الاحتكارية للشركات عابرة القوميات، إلا أنه يعطي اهتماماً خاصاً للتفوق التكنولوجي. وقد افترض فرنون أن الميزة النسبية التي تتمتع بها إحدى الدول في

¹ محمد نظير بسيوني: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995، ص 54.

² فارس فضيل: أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص 72.

إنتاج منتجات معينة، يمكن أن تنتقل من دولة لأخرى مع مضي الزمن، وذلك نظرا لأن هذه المنتجات تمر بدورة حياة، والتي قسمها إلى ثلاثة مراحل¹:

المرحلة الأولى: مرحلة المنتج الجديد

أين نجد الدولة الأم بالطبع تتمتع بشروط الابتكار التي تمكنها من ابتكار منتج جديد، حيث بعدها يتم تسويقه داخليا عن طريق مختلف وسائل الترويج. وفي هذه المرحلة نجد أن حجم الإنتاج من هذا الأخير يفوق مستوى الطلب المحلي، مما يستدعي ضرورة البحث عن الأسواق الخارجية، وبالفعل تشهد هذه المرحلة أيضا تصدير كميات قليلة إلى الدول المتقدمة الأخرى أين يراعى فيها أذواق المستهلكين، وميولاتهم، وتعد هذه المرحلة مرحلة تجريبية للمنتج.

المرحلة الثانية: مرحلة المنتج الناضج

تتميز هذه المرحلة بنمو الأسواق، ووجود زيادة في الطلب على المنتج، وبالتالي شيئا فشيئا تصبح التكنولوجيا المستخدمة في إنتاج المنتج معروفة نسبيا، ويزيد احتمال ظهور منافسين جدد خاصة في الدول المتقدمة، وبالتالي تأخذ المزايا التكنولوجية التي تتمتع بها الشركة المخترعة في الانخفاض. وفي هذه المرحلة تقوم الشركات بنقل نشاطها إلى الخارج، وذلك دعما لمركزها الاحتكاري والمحافظة على أسواق التصدير التي اكتسبتها في المرحلة الأولى، ويمكن هنا أن يطلق على هذه المرحلة بمرحلة الاستثمار الأجنبي المباشر في الخارج.

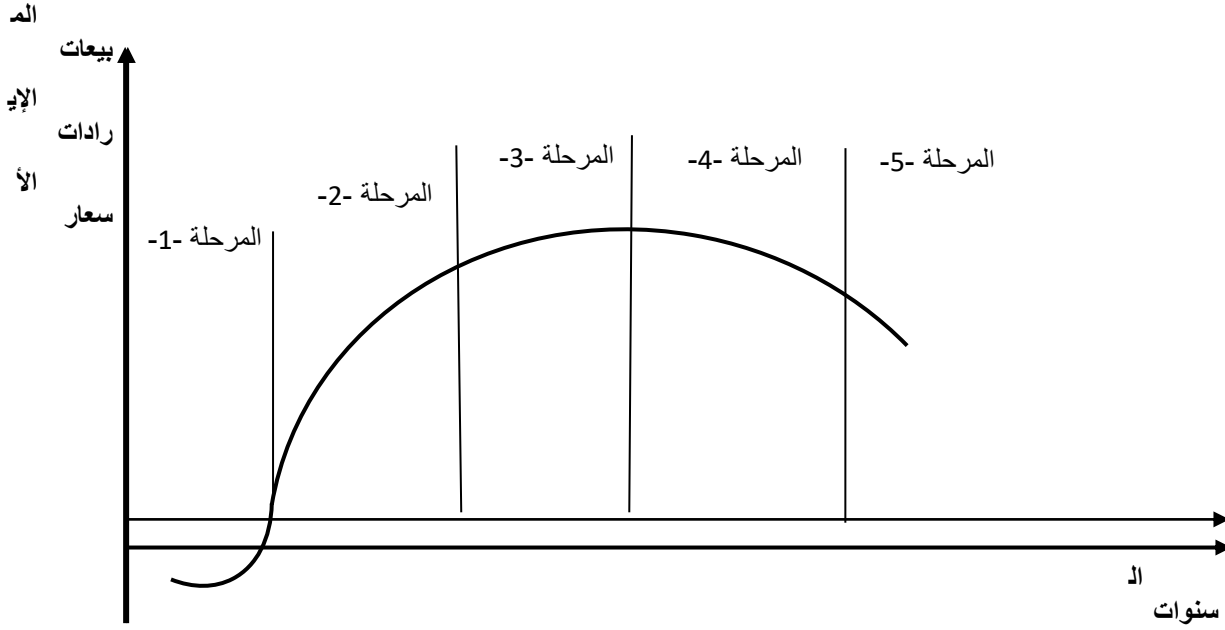
المرحلة الثالثة: مرحلة المنتج النمطي

يصبح المنتج في هذه المرحلة منتجا نمطيا، حيث تشتد المنافسة من جانب الشركات الأخرى، وتصبح نفقات الإنتاج أو التكلفة هي العامل الرئيسي في تحديد نشاط المؤسسة، وبالتالي تضطر الشركات المكتشفة، والمخترعة إلى توطين هذا المنتج في الدول النامية، حيث تنخفض فيها تكلفة العمل، والمواد الأولية، ويتم فيها الإنتاج، وإعادة التصدير للدولة الأم.

ويمكن توضيح دورة حياة المنتج الدولي في المنحنى التالي:

¹ Raymond Vernon: The Manager in the International Economy, Seventh Edition, Prentic-Hall international, Inc, London, 1996 pp31-33.

الشكل رقم (1-2): دورة حياة المنتج الدولي



المصدر : عبد السلام أبو قحف، نظريات التداول و جدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2001 ، ص 57.

مرحلة 1: مرحلة البحوث و الابتكارات بالو.م.أ

مرحلة 2: تقديم السلعة بالسوق الأمريكي.

مرحلة 3: مرحلة النمو في الإنتاج والتسويق المحلي و الدولي.

من أهم مميزات نظرية دورة حياة المنتج، أنها تؤكد على أن انتقال رؤوس الأموال، يتوقف على كل من المزايا المكانية للدولة المضيفة، والتقدم التكنولوجي للدولة الأم. ولكن أهم ما يؤخذ على هذه النظرية، ما يلي:

- قد يصعب تطبيق النظرية بفروضها السابقة عليها على بعض المنتجات، ومن أمثلة ذلك السلع التي يطلق عليها " سلع التفاهر " أي السلع التي يصعب على دول أخرى (غير الدول صاحبة الاختراع) تقليدها أو إنتاجها بسهولة.
- اهتمامها بالاستثمار المتعلق بالمنتجات الجديد فقط، دون الاستثمار المتعلق بالمنتجات الموجودة في الأسواق مسبقاً.

- اعتبارها وجوب مرور المنتج الجديد بالمراحل المحددة التي تم الإشارة إليها سابقا، دون أخذها بعين الاعتبار التفاعلات المتبادلة، والمركبة للمؤسسات، وبعض هذه الأخيرة لها إمكانيات كبيرة للقيام بالإستراتيجيات الحافزة على الصعيد الدولي أو بالتفاوت الطفيف في الزمن.¹
- لم تقدم تفسيرا واضحا لأسباب قيام الشركات المتعددة الجنسيات بالاستثمار المباشر، بدلا من عقود التراخيص في الدول المضيفة مثلا، كما أن هذه النظرية تقدم فقط تفسيرا للسلوك الاحتكاري للشركة، واتجاهها إلى الإنتاج في دول أجنبية للاستفادة، والتمتع بفروق التكاليف الإنتاجية أو الأسعار أو استغلال التسهيلات الممنوحة من قبل الدول المضيفة، وكسر حدة إجراءات الحماية الجمركية التي تفرضها هذه الدولة على الاستيراد...الخ.²
- اهتمت النظرية بتفسير الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أوروبا ثم إلى الدول الأقل نموا، بحيث تصبح هذه التفسيرات محصورة في الخمسينات والستينات، حيث كانت هناك اختلافات واضحة في مستوى التقدم التكنولوجي، وتكلفة الإنتاج بين أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، أما في الوقت الراهن، ومع التقارب الشديد في مستوى التقدم التكنولوجي وتكلفة الأجور، والطلب المحلي لا يكون هناك أي أساس وراء قيام الاستثمارات المتشابكة فيما بين الدول الأوروبية إلى الولايات المتحدة، وبذلك تصبح هذه النظرية عاجزة عن تفسير أسباب قيام الدول النامية نفسها بالاستثمار الأجنبي المباشر.³

الفرع الثالث: نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية ونظرية الموقع

أولا: نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية:⁴

تعود هذه النظرية إلى كل من بكلي Buchely وكاسو Casson وداننج Dunning ورجمان Rugman، وتركز هذه النظرية على أهمية امتلاك المزايا الاحتكارية حتى يمكن قيام الاستثمار المباشر في الخارج، حيث تقوم فكرتها على أساس أن عدم كمال الأسواق لا يؤدي إلى قيام تجارة دولية متميزة بالكفاءة، وبالتالي فإن استخدام، وامتلاك المزايا الاحتكارية يمكن الشركات الدولية من التغلب على القيود المختلفة التي تفرضها الحكومات على الأسواق، وبالتالي يضمن الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية عدم دخول منافسين جدد للأسواق، وتظل تلك المزايا ملك المنشأة.

¹ فارس فضيل: مرجع سبق ذكره، ص 75.

² أبو قحف عبد السلام: اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مرجع سابق، ص 402.

³ عمار زودة : محددات قرار الاستثمار الأجنبي المباشر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة،

الجزائر، 2008، ص 115.

⁴ بكلي، كاسو، داننج، ورجمان. نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية: تأثير المزايا الاحتكارية على الاستثمار الأجنبي المباشر. دار النشر، القاهرة، 2005، ص 315.

كما يحقق الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية في صورة استثمار أجنبي مباشر، عدة مزايا أهمها: ¹

- تحسين تخطيط ومراقبة الإنتاج، خاصة فيما يتصل بالإمداد بالمدخلات الهامة للإنتاج والاستفادة من استغلال ظروف السوق، وتطبيق التميز السعري.
- تحقيق معدل أرباح في الخارج أعلى نسبيا مما يمكن تحقيقه في الداخل، وتقليل تكلفة المعاملات مثل النفقات الإدارية، والاتصالات إلى أدنى حد ممكن.
- ولكن ما يعاب على هذه النظرية ما يلي :
- أن شرط امتلاك المزايا الاحتكارية، ليس شرطا كافيا للقيام بالاستثمار في الخارج، بل هناك اعتبارات أخرى هامة منها المزايا المكانية، والقيود المفروضة على التجارة الخارجية، والسياسة الاقتصادية التي تتبعها الدول المضيفة.

- النظرية عاجزة عن تفسير التوزيع القطاعي للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

ثانيا: نظرية الموقع ونظرية الموقع المعدلة :

1- نظرية الموقع:

تعود هذه النظرية إلى كل من باري ودننج، وتهتم النظرية بموضوع اختيار الدول المضيفة التي ستكون مكان للاستثمار الأجنبي المباشر، لممارسة العملية الإنتاجية، والتسويقية الخاصة بالمشروع، بمعنى آخر أنها تركز على المحددات والعوامل المكانية المؤثرة على قرارات استثمار الشركة المتعددة الجنسيات في الدول المضيفة، وكذلك على قرارها الخاص بالمفاضلة بين هذا النوع من الإستثمار، وبين التصدير لهذه الدولة.

وكما يرى " باري"، إن هذه النظرية تهتم بالمتغيرات البيئية في الدول المضيفة التي ترتبط بالعرض والطلب، تلك العوامل التي تؤثر على الأنشطة الإنتاجية، أو التسويقية، والبحوث والتطوير، ونظم الإدارة، وغيرها ².

• ويمكن ذكر العوامل الأساسية فيما يلي:

- العوامل التسويقية مثل: درجة المنافسة، حجم السوق، معدل نمو السوق، التقدم التكنولوجي، منافذ التوزيع، وكالات الإعلان، الرغبة في المحافظة على العملاء السابقين،... الخ.
- العوامل المرتبطة بالتكاليف مثل: القرب من المواد الأولية، مدى توفر اليد العاملة، مستوى الأجور، مدى توفر رؤوس الأموال، مدى انخفاض تكاليف نقل المواد الخام، والسلع الوسيطة... الخ.

¹ عطية، خليل محمد خليل. الاستثمار الأجنبي المباشر والنظرية الاقتصادية. دار الفكر العربي، القاهرة ، مصر ، 2003، ص 132.

² United Nations Center on Transnational Corporations: The Determents of Foreign Direct Investment A survey of the Evidence, United Nations, New York 1992 , p58-59.

- الإجراءات الحمائية مثل: التعريفية الجمركية، نظام الحصص...الخ.
 - العوامل المرتبطة بمناخ الاستثمار الأجنبي مثل: الاتجاه العام نحو قبول الاستثمارات الأجنبية، أو قبول الأجانب، الاستقرار السياسي، القيود المفروضة على ملكية الأجانب الكاملة لمشروعات الاستثمار...الخ.
 - الحوافز، والتسهيلات، والامتيازات التي تقدمها الدول المضيفة للمستثمرين الأجانب.
 - عوامل أخرى مثل: الأرباح المتوقعة، المبيعات المتوقعة، الموقع الجغرافي...الخ.
- 2- نظرية الموقع المعدلة:**

تطورت هذه النظرية خلال جهود كل من (روبيك، وسيمونسن)، وسميت بنظرية الموقع المعدلة، حيث أضافا بعض العوامل أو المحددات التي تؤثر على الاستثمارات الأجنبية، وتمحورت أفكارهما حول أن الأعمال، والنشاطات الدولية تتأثر بثلاث مجموعات من العوامل، المجموعة الأولى العوامل الشرطية، وتشمل خصائص المنتج أو السلعة، والخصائص المميزة للدولة المضيفة والعلاقات السياسية، والاقتصادية للدولة المضيفة مع الدول الأخرى، والمجموعة الثانية العوامل الدافعة، وتشمل الخصائص المميزة للشركة، والمركز التنافسي، أما المجموعة الثالثة فهي العوامل الحاكمة أو الضابطة، وتشمل الخصائص المميزة للدولة المضيفة من قوانين، ولوائح، ونظم إدارية وسياسات، وحوافز الاستثمارات، وكذلك الخصائص المميزة للدولة الأم، وأخيرا العوامل الدولية وتشمل الاتفاقيات الدولية المبرمة بين الدولة الأم، والدولة المضيفة، بالإضافة إلى الاتفاقيات والمبادئ الدولية المرتبطة بالاستثمار.¹

الفرع الرابع: النظرية الانتقائية

يتضح من النظريات السابقة، أن كل منها قد تناولت تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من زاوية واحدة، وهو ما جعلها جميعا من قبيل التفسيرات الجزئية، من هنا كانت الحاجة إلى نظرية شاملة تكون لها القدرة على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وهذا ما قدمه داننج Dunning 1979 في نظريته التي عرفت بالنظرية الانتقائية.

عرض Dunning نظريته في نموذج شامل عرف بنموذج (الملكية / الموقع / الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية)، وفيه افترض أنه لابد من توفر ثلاثة شروط لكي تقوم الشركة بالاستثمار في الخارج، وتتمثل في²:

الشرط الأول: أن تتمتع الشركة ببعض المزايا الاحتكارية التي تقوي مركزها التنافسي في مواجهة الشركات المحلية في الدولة المضيفة، ومن هذه المزايا كبر حجم الشركة بالنسبة لمثيلاتها، ارتفاع مهارات عنصر العمل، ضخامة الإنفاق على الأبحاث، والتنمية، وقدرة عالية على تمييز المنتجات.

¹ فليح حسن خلف: التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص183.

² خليل محمد خليل: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتنمية، المجلة العلمية، كلية التجارة، العدد 20، جامعة أسيوط، مصر، 1994، ص57.

الشرط الثاني: أن تزيد المزايا الناجمة من الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية في صورة استثمار مباشر في الخارج، عن الاستخدامات البديلة لهذه المزايا الاحتكارية، مثل التصدير أو التراخيص، أي يعني أن امتلاك الشركات لمزايا احتكارية لن يدفعها إلى الاستثمار في الخارج، إلا إذا كانت المزايا المترتبة على هذا الاستثمار تزيد عن التكاليف، والمخاطر المرتبطة بالعمل في الخارج، وفي حالة عدم تحقق هذا الشرط، فإن الشركات ستلجأ إلى البدائل الأخرى لاستغلال هذه المزايا.

وتقدم النظرية عدة عوامل تدفع الشركات لتفضيل الاستثمار المباشر عن التصدير أهمها¹:

- تخفيض نفقة الإنتاج.
- السياسات التجارية التقييدية: تفضل الشركات الاستثمار المباشر لتتخطى هذه الحواجز، والحفاظ على حصتها السوقية في هذه الدول.
- الأهداف التسويقية: حتى في حالة عدم وجود قيود على التجارة الخارجية، فإن الشركات تفضل الاستثمار المباشر لأنه يتيح لها فرصة التعرف على ظروف السوق، وأذواق المستهلكين وبالتالي إحداث التغيرات بما يتلاءم مع هذه الظروف، وكذلك التنبؤ باتجاهات الطلب والتغيرات المستقبلية.
- أما فيما يتعلق بتفضيل الشركات الاستثمار المباشر عن التراخيص، وذلك للعوامل التالية:
- رغبة الشركات في الاحتفاظ بتلك المزايا، وإعادة استثمارها داخليا.
- عدم قدرة الشركة في بعض الأحيان على بيع كل مزاياها الاحتكارية مجتمعة، إما لتعدها أو لصعوبة تقييمها أو نقلها، وفي هذه الحالة يؤدي بيع بعض المزايا إلى تحقيق عائد أقل من بيعها مجتمعة.
- تفضل الشركات الاستثمار المباشر عن بيع التراخيص، لأن المزايا الاحتكارية التي تمتلكها تتميز بالنمو بشكل تراكمي مع ازدياد حجم المشروع، وتوسعه دوليا، كما يؤدي بيع المزايا إلى تسرب عوائدها مما يؤدي فقدان الشركة إلى ميزة تراكم هذه المزايا.

الشرط الثالث: وهي المزايا المكانية التي تتمتع بها الدولة المضيفة للاستثمار، ويجب أن تفوق نظيرتها في الدولة الأم، ومن هذه المزايا اتساع السوق، انخفاض معدل الأجور، توافر المواد الخام والمصادر الأخرى من مصادر الطاقة الرخيصة².

وما يستنتج من النظرية الانتقائية:

- أن النظرية تميزت بربطها بين البدائل المختلفة لخدمة الأسواق الخارجية (الاستثمار الأجنبي المباشر، التصدير، التراخيص).
- يعتبر الشرط الأول (المزايا الاحتكارية) شرطا أساسيا، وضروريا في كل البدائل.
- تتجه الشركات إلى الاستثمار في الخارج في حالة توافر الشرطين الآخرين.

¹ خليل محمد خليل، نفس المرجع ، ص58.

² خليل محمد خليل ، نفس المرجع ، ص58.

- تتجه الشركات إلى التصدير أو بيع التراخيص في حالة عدم وجود مزايا للاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية، بالإضافة إلى عدم وجود مزايا مكانية للدولة المضيفة، أو توفرها بدرجة غير كافية.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال العرض السابق أتضح أن الاستثمار الذي يعني التضحية بإنفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد المتوقع ممثلاً بثمن التضحية والحرمان والانتظار طيلة فترة الاستثمار. والذي له مفهوم اقتصادي ويعني استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة، اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات، والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها.

وأتضح من هذا أن الاستثمار على صلة وعلاقة مباشرة بالادخار والاستهلاك، ذلك أن المدخرات المحلية المتمثلة في مدخرات قطاع الأعمال والقطاع الحكومي والقطاع العائلي تمثل المصادر الذاتية الأساسية لتمويل الاستثمارات اللازمة للتنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى مصادر التمويل الخارجية التي يشكل الاستثمار الأجنبي المباشر إحدى أوجهها.

وقد توصلنا إلى أن الاستثمار هو عنصر حساس لكثير من العوامل والمحددات المؤثرة فيه، لذلك كان الاستثمار كثير التقلبات وغير مستقر.

وتعود هذه العوامل إلى طبيعة المحددات والمبادئ والخصائص التي تميز كل نوع استثماري عن الآخر. حيث تعمل الحكومات على إيجاد تلك المحددات والعوامل لجذب وتطوير وترقية الاستثمار، بمعنى أنها تعمل على تحسين بيئة أداء الأعمال أو توفير المناخ المناسب للاستثمار.

وقد وضعنا أن للاستثمار دور كبير وأهمية في تحريك النشاط الاقتصادي، ويرجع ذلك إلى استراتيجية الاستثمار التي لها أبعاد اقتصادية على المدى الطويل.

إذ يعتبر الاستثمار هو المحرك الوحيد والرئيسي للنمو فهو من جهة ذو بعد في المستقبل وله منفعة شبه دائمة، ومن جهة ثانية فالاستثمار له أهميته في استغلال المصادر الهامة والطاقات والقدرات الجامة للنشاط.

الفصل الثاني:

الإطار النظري والمفاهيمي للأزمات الاقتصادية

تمهيد :

تعد الأزمات الاقتصادية والمالية من أبرز التحديات التي تواجه الاقتصاديات العالمية، لما تسببه من تأثيرات عميقة على النمو الاقتصادي والاستقرار المالي. تتميز الأزمات الاقتصادية بتباطؤ النشاط الاقتصادي، وارتفاع معدلات البطالة، وتراجع الإنتاجية. في المقابل، تنسم الأزمات المالية بانخفاض الثقة في النظام المالي، وصعوبة الحصول على التمويل، وتفاقم مشكلات السيولة. يعتبر التحليل النظري لهذه الأزمات ضرورة أساسية لفهم الآليات التي تدفع للاقتصاديات إلى تلك الأزمات، وتأثيراتها على المجتمعات والدول.

ولقد شهد العالم في العقود الأخيرة تزايداً ملحوظاً في حدة وتواتر الأزمات الاقتصادية والمالية، والتي أضحت ظاهرة ذات طابع دولي نتيجة لتزايد الترابط بين الاقتصاديات عبر العولمة. تعد العولمة المالية والاقتصادية أحد أهم العوامل التي ساهمت في تعميق تلك الأزمات، إذ أصبح أي اضطراب في سوق مالية رئيسية قادراً على الانتشار بسرعة إلى الأسواق الأخرى. يتطلب هذا الواقع فهماً أعمق للأسباب الكامنة وراء تلك الأزمات، وأثر السياسات المالية والنقدية في تفاقمها أو الحد منها.

من خلال هذا الفصل، سيتم تسليط الضوء على الأزمات الاقتصادية والمالية من جوانبها النظرية والتاريخية، مع استعراض النظريات الاقتصادية المختلفة التي سعت إلى تفسير تلك الظاهر، هدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري متكامل لفهم الأزمات المالية والاقتصادية.

المبحث الأول: مفهوم الآزمات المالية وانواعها

الآزمات المالية هي إحدى أكثر الظواهر الاقتصادية تأثيراً على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للدول، حيث تؤدي إلى انهيار الأسواق المالية، وتفاقم المشاكل الاقتصادية في الدول المتضررة. يُعرف مفهوم الأزمة المالية بشكل عام بأنه اضطراب كبير يحدث في الأسواق المالية ويؤدي إلى فقدان الثقة في الأنظمة المالية والبنوك والمؤسسات الاستثمارية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول بشكل حاد، وصعوبة حصول المؤسسات على التمويل.

المطلب الأول: تعريف الآزمات المالية وتاريخها

الأزمة المالية هي ظاهرة معقدة تشكل تحدياً كبيراً من حيث تحديد الهوية. ويرجع عدم وجود توافق في الآراء في الأدبيات بشأن تعريفها العام في المقام الأول إلى الطبيعة المتعددة الأوجه للآزمات المالية. قدمت الدراسات السابقة تعريفات عامة دون تقديم معايير واضحة لتحديد الهوية. على سبيل المثال، يعرف البعض الآزمات المالية بأنها حلقات تتميز بمشاكل كبيرة تتمثل في نقص السيولة والإعسار بين المشاركين في الأسواق المالية، إلى جانب التدخلات الحكومية الكبيرة. وقد حدد آخرون الآزمات المالية على أساس مستويات الضغوط المالية النظامية ومؤشرات الإنتاج الصناعي. ومع ذلك، فإن الاعتماد على تعريف واحد للأزمة المالية يمكن أن يؤدي إلى فهم غير كامل، حيث أن هذه الآزمات يمكن أن تتخذ أشكالاً وأشكالاً مختلفة. ولذلك، فمن الأهمية بمكان النظر في الأنواع الثلاثة الرئيسية للآزمات المالية المعترف بها في الأدبيات الحالية: الأعمال المصرفية النظامية، وآزمات العملة، وآزمات الديون السيادية. علاوة على ذلك، فإن الجمع بين هذه الأنواع يمكن أن يؤدي إلى آزمات مزدوجة أو ثلاثية.

الفرع الأول: تعريف الأزمة الاقتصادية: Economy Griess

على التوازن في واحد من الأنشطة الاقتصادية، أو في مجمل النشاط الاقتصادي في بلد ما ، أو عدة بلدان ، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب (الإنتاج والاستهلاك)¹.

- هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول إما رأس مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل : الآلات والمعدات ، وإما أصول مالية هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي مثل: الأسهم والسندات وحسابات الادخار مثلاً ، وأنها حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية.

1 النجفي حسن ، القاموس الاقتصادي، مطبعة الإدارة المحلية، بغداد ، العراق ، 1977. ص.89

حسب ما جاء في القاموس الاقتصادي والمالي، فالأزمة الاقتصادية هي المسار الانكماشى للواقع الاقتصادي الناتج عن اختلال بين العرض والطلب على السلع والخدمات، وعموما الأزمة الاقتصادية، هي حالة الواقع الاقتصادي الانكماشى، عام أو خاص بقطاع معين، أو منطقة معينة. والأزمة بمعناها الدقيق، ترتبط بالتراجع الحر للواقع الاقتصادي المؤدى إلى مرحلة الانكماش في الدورة الاقتصادية¹ وتمثل الأزمة المالية التدهور الحاد وغير المرتقب في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، ومن أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، مما يؤد اختلالات في ميكانيزمات هذا النظام، فينعكس سلبا في تدهور قيمة العملة وأسعار الأسهم بصورة

حادة، ويفضي إلى آثار سلبية في قطاعي الإنتاج والعمالة، يترتب عنها إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية وكذلك الدول² الأزمة المالية يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف.

هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.³

العلاقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية

قبل ظهور الرأسمالية، كانت الآزمات التي تواجه المجتمعات تتجلى أساسا في ندرة الموارد، وانتشار الأوبئة الفتاكة، فضلا عن النزاعات الدينية والعرقية، والتي غالبا ما كانت تؤدي إلى تدهور كبير في الأوضاع المعيشية للسكان. غير أن هذه الآزمات لم تكن ذات طابع اقتصادي بالمعنى الحديث، نظرا لغياب الحوافز المرتبطة بالسعي إلى تحقيق الربح. ومع نشوء النظام الرأسمالي، وتحديدا اقتصاد السوق، ظهر نمط جديد من الآزمات نشأ عن التحولات الهيكلية التي فرضها هذا النظام، والمتمثلة في ترسيخ الملكية الفردية لوسائل الإنتاج، واستغلال القوى العاملة في عملية الإنتاج والتراكم الرأسمالي بهدف تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح.

¹ Bernard et coulli, "Dictionnaire économique et financière", sixième édition, édition du seuil, paris, 1996. P75

² A Beitone ; A Cazorla ; C Dollo ; A-Mary Draï, Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2e édition, Paris, 2007, P115

³ Barthalon Eric, Crises financières: Revue problèmes économiques, n° 2595 , 1998 ,p2

وقد أفضى هذا التحول إلى بروز التنافس المستمر بين الفاعلين الاقتصاديين، وهو تنافس أدى بدوره إلى تسارع وتيرة التقدم التكنولوجي. ومن الناحية التاريخية، ارتبطت الملكية الفردية بظهور الطبقة البورجوازية في أوروبا، والتي لعبت دوراً محورياً في ديناميكية الإنتاج، مما أدى إلى توسع الطبقة العاملة. وبهذا برزت العلاقة الجدلية بين رأس المال والعمل بوصفها محوراً للحركة الاقتصادية، وأدى ذلك إلى ظهور ثنائية أخرى تتمثل في الإنتاج والاستهلاك، والتي يمكن التعبير عنها من خلال آلية العرض والطلب. كما أن البحث المستمر عن مصادر جديدة للربح، إلى جانب التنافس الحاد بين القوى الصناعية الكبرى، أسفر عن بروز ظاهرة الاستعمار والإمبريالية، التي سعت من خلالها القوى الكبرى إلى توسيع أسواقها وتأمين الوصول إلى المواد الأولية. وتعدّ هذه العوامل مجتمعة من الركائز الأساسية التي تشكل الإطار العام لنشوء الآزمات الاقتصادية في ظل النظام الرأسمالي¹.

وفقاً لكيندلبرغر (Kendelberger, 2000)، توجد علاقة وثيقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية، حيث إن دخول الاقتصاد في مرحلة ركود، يتجلى في تباطؤ النمو الاقتصادي، غالباً ما يتزامن مع اضطرابات في النظام المصرفي والمالي. وتظهر هذه الاضطرابات من خلال تقلص عرض التمويل، وانخفاض حاد في أسعار الأصول المالية، فضلاً عن إفلاس المؤسسات المصرفية وإعادة هيكلة القطاع البنكي، مما يؤدي إلى تفاقم حدة الأزمة الاقتصادية. وعلاوة على ذلك، فإن الأزمة المالية لا تقتصر على كونها عاملاً مرافقاً للآزمة الاقتصادية، بل تلعب دوراً محفزاً في تحويل الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية شاملة، حيث تشكل إشارة واضحة على بداية مرحلة من الانكماش الاقتصادي².

الفرع الثاني: تاريخ الآزمات المالية: يقتضي تحليل التطور التاريخي لظاهرة الآزمات المالية ضرورة استيعاب المسار الذي سلكه نظام النقد الدولي عبر مراحلها المختلفة، فضلاً عن دراسة السياسات والقواعد التي تحكم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال في كل حقبة زمنية. وفي هذا السياق، يمكن تحديد أربع مراحل رئيسية لتطور الآزمات المالية، تمتد من الربع الأخير من القرن التاسع عشر حتى أواخر القرن العشرين. وتميزت كل من هذه المراحل بتباينات جوهرية فيما يتعلق بالإطار القانوني المنظم لإصدار النقود، ومستويات الرقابة المفروضة على حركة رؤوس الأموال، إضافةً إلى درجة الحرية الممنوحة للقطاع المصرفي، الأمر الذي انعكس بشكل مباشر على طبيعة وشدة الآزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي خلال هذه الفترات المختلفة..

1 فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2009، ص ص 75-76.

2 Bernard Rosier, Les Théories des Crises Economiques, 5 ème édition, Paris : Ed La Découverte, 2003, p5.

أولاً: مرحلة نظام الذهب (1870-1913)

واجه الإنسان منذ بداياته الأولى أزمات متكررة كانت تهدد بقاءه واستمراريته، ويرجع ذلك إلى محدودية قدرته على تأمين متطلبات معيشته وحماية نفسه من المخاطر المحيطة. وفي المراحل البدائية، كانت الأزمات الاقتصادية تنشأ في الغالب نتيجة عوامل بيئية ومناخية غير مواتية، نظراً لأن النشاط الزراعي كان يمثل المصدر الأساسي للإنتاج والعيش خلال تلك الفترات، ومع تطور النظم الاقتصادية، أصبحت الأزمات الاقتصادية أكثر ارتباطاً بطبيعة النظام الرأسمالي، الذي ظهر عقب انهيار النظام الإقطاعي منذ أواخر القرن الخامس عشر وبداية القرن السادس عشر واستمر حتى يومنا هذا. وقد تميزت هذه الأزمات بحدوثها ضمن إطار دورات وتقلبات اقتصادية تتسم بتعاقب فترات من الانتعاش والازدهار يعقبها انكماش وركود اقتصادي. ويعود ذلك إلى طبيعة عمل النظام الرأسمالي بصيغته التقليدية، والذي يركز على آلية السوق الحرة والتلقائية، وهي الأسس التي بُنيت عليها ظاهرة العولمة الحديثة، مما يجعل الأزمات الاقتصادية ظاهرة متكررة وملزمة لهذا النظام¹.

لقد ساهمت الأزمات المالية مختلف مراحل تطور نظام النقد الدولي الذي ارتكز انطلاقاً من سنة 1870 على قاعدة الذهب، حيث كان إصدار العملة مرتبطاً بالاحتياطي من المعدن النفيس لدى البنك المركزي للبلد. أما على المستوى الدولي، فقد شكل الذهب أداة الدفع النهائية، وكان الجنيه الإسترليني الأكثر استخداماً في التسويات، لكن مع ضعف إنجلترا واختيار قوتها المالية مع الحرب العالمية الأولى أصبح الجنيه الإسترليني غير قابل للتحويل إلى ذهب عام 1919 وهو ما اعتبر كنهاية لهذا النظام ليعود العمل به من جديد عام 1928.

لعبت قاعدة النقد الذهبي دوراً محورياً في تعزيز الترابط بين الاقتصاديات الوطنية من خلال تسهيل التجارة الدولية، حيث أكدت هذه القاعدة على أهمية العلاقات النقدية والتوازن في التعاملات الخارجية، مقدماً على الاعتبارات الاقتصادية الداخلية. وعلى المستوى المحلي، أسهمت هذه القاعدة في الحفاظ على الاستقرار النقدي وضبط معدلات التضخم، مما عزز ثقة الأفراد والمؤسسات في قيمة النقود، وساهم في زيادة معدلات الادخار. علاوة على ذلك، ساعدت قاعدة النقد الذهبي في تطوير أدوات دفع جديدة، من خلال إدخال النقود الورقية والنقود الائتمانية، كبديل فعالة لمحدودية الموارد المعدنية اللازمة لتلبية احتياجات التمويل المتزايدة للنشاط الاقتصادي. كما عززت هذه الآلية من مصداقية النقود الجديدة

¹ فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2010، ص ص 393-395.

² Christian de Boissieu, Monnaie et économie. Economica., Paris, France, p 109.

عبر ربطها بالذهب، مما ساهم في تحقيق مستوى مناسب من السيولة النقدية، وأدى إلى تنشيط الأسواق المالية وتعزيز كفاءتها.

ولعل أهم ما ميز الفترة التي ساد فيها نظام الذهب، على المستوى الدولي، هو حرية حركية رؤوس الأموال والسهولة النسبية في تحقيق العائد الأقصى، إذ أن قوة ومصداقية التزام الدول بقابلية تحويل عملتها إلى ذهب سهل انطلاق حركية رأس المال¹.

شكل عام، يمكن القول إن النظام النقدي القائم على قاعدة الذهب وقر درجة أعلى من التكامل الاقتصادي العالمي، حيث سمح بتدفقات رؤوس الأموال بحرية أكبر، دون العوائق التي تفرضها التقلبات في أسعار الصرف. وقد ساهم هذا النظام في تعزيز انسيابية التجارة الدولية، مما جعله ركيزة أساسية في استقرار العلاقات الاقتصادية العالمية. إلا أن هذه الفترة لم تكن خالية من الآزمات المالية، حيث شهدت عدة آزمات كان لها تأثير واسع النطاق. وتعد الأزمة المالية التي اندلعت في 9 مايو 1873 في سوق الأسهم ببورصة فيينا واحدة من أبرز هذه الآزمات، إذ سرعان ما امتدت تداعياتها إلى كل من ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى إلى اضطرابات مالية واقتصادية كبرى. وقبل هذه الأزمة، شهد العالم آزمات مالية أخرى، من بينها أزمة البورصة في لندن عام 1825، والأزمة المالية في إنجلترا عام 1836، والتي شكلت محطات رئيسية في تاريخ الآزمات الاقتصادية خلال القرن التاسع عشر.

ثانياً: مرحلة ما بين الحربين العالميتين (1914-1945)

مثّلت الحرب العالمية الأولى عام 1914 صدمة جوهرية للنظام النقدي القائم على قاعدة الذهب الدولية، حيث اضطرت معظم الدول خلال النزاع إلى التخلي عن التزاماتها المتعلقة بشراء وبيع الذهب، كما فرضت قيوداً صارمة على تصديره، مما أدى إلى تعليق العمل بقاعدة الذهب بشكل كامل. ورغم التوقعات بالعودة إلى هذا النظام بعد انتهاء الحرب، إلا أن التحولات العميقة التي طرأت على الهيكل الاقتصادي العالمي جعلت من المستحيل استئناف العمل بقاعدة الذهب بنفس الآلية التي كانت سائدة قبل الحرب. وقد كان من أبرز تداعيات هذه التحولات فقدان لندن لمكانتها كمركز محوري للتجارة والتمويل الدوليين، وهو ما أضعف دورها التقليدي في إدارة النظام النقدي العالمي.

وبحلول عام 1928، شهد العالم استئناف تدفقات الذهب بين الدول، إلا أن هذه الحركة لم تكن بنفس الحرية التي ميزت فترة ما قبل الحرب. وبدلاً من الاعتماد على الذهب كغطاء مباشر للنقود، تم التحول إلى نظام قاعدة السبائك الذهبية، حيث أصبح غطاء العملة الوطنية يعتمد على السبائك

¹ . زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص. 144-145.

الذهبية بدلاً من العملات الذهبية المتداولة. وفي بعض الحالات، لم يكن الغطاء النقدي يعتمد على الذهب نفسه، بل على عملات أجنبية مربوطة بالذهب، مما أدى إلى ظهور شكل جديد من نظام النقد الدولي يختلف عن النموذج التقليدي لقاعدة الذهب¹.

على الرغم من قدرة قاعدة الذهب على التكيف مع تداعيات الحرب العالمية الأولى والتغيرات الاقتصادية التي شهدتها العالم بين الحربين، إلا أنها لم تتمكن من الصمود أمام أزمة الكساد الكبير عام 1929. وقد شكّل عام 1931 نقطة التحول الحاسمة في انهيار هذا النظام، حيث بدأت حالة من الذعر المالي تنتشر على نطاق واسع، مع سحب الأفراد لأرصدهم من البنوك التجارية الكبرى في النمسا، وهو ما أدى إلى انهيار هذه المؤسسات المالية وانتقال العدوى إلى بقية البنوك في مختلف أنحاء البلاد. ورغم محاولات المؤسسات الدولية والحكومات الأجنبية تهدئة الأوضاع، إلا أن جميع هذه الجهود باءت بالفشل، مما أدى إلى تصاعد الأزمة وانتقالها إلى ألمانيا، حيث واجهت الحكومة تدفقات رأسمالية خارجة على نطاق واسع، فضلاً عن عمليات مضاربة مكثفة، مما اضطرها إلى فرض قيود على حركة الصرف، وهي الخطوة التي سرعان ما تبنتها دول أخرى.

وفي ظل تصاعد حالة عدم اليقين، انتقلت الأزمة إلى إنجلترا، حيث تفاقم تدفقات رؤوس الأموال الخارجة من البلاد، الأمر الذي دفع الحكومة البريطانية إلى إلغاء التزامها ببيع الذهب وترك الجنيه الإسترليني معوّمًا. وقد أدى هذا القرار إلى قيام العديد من الدول التي كانت تربط عملاتها بالإسترليني بتعويم عملاتها معه، ما أدى إلى تقلبات حادة في أسعار الصرف مقابل الدولار والذهب.

ومع مرور الوقت، انضمت الدول الاسكندنافية إلى قائمة الدول التي تخلّت عن قاعدة الذهب، مما جعل الولايات المتحدة، وسويسرا، وفرنسا، وبلجيكا، وهولندا، الدول الوحيدة التي استمرت في ربط عملاتها بالذهب. ومع ذلك، لم يكن لهذا النظام القدرة على العمل بفعالية كنظام نقدي دولي في ظل الأوضاع الاقتصادية المتدهورة. وفي عام 1933، قررت الولايات المتحدة الأمريكية التخلي رسميًا عن قاعدة الذهب، كجزء من سياساتها الاقتصادية الرامية إلى معالجة تداعيات الكساد الكبير، وهو ما شكّل إعلانًا نهائيًا عن انهيار النظام النقدي الدولي القائم على الذهب.

وهنا يمكن الإشارة إلى أنه في الفترة التي ساد فيها نظام الذهب شهد العالم أزمات مصرفية وأزمات عملة لكن بدرجة أقل شدة مما كانت عليه خلال فترة ما بين الحربين العالميتين، التي تعتبر فترة

¹ زينب حسن عوض الله. مرجع سابق، ص ص. 147-148.

هيجان واضطرابات شديدة، سجل نتيجة تواتر وتكرار الأزمات المالية وخاصة أزمات العملة¹، وتعتبر أزمة الكساد الكبير لسنة 1929 أهم الأزمات التي ميزت تلك الفترة.

بوجه عام، أدت الصعوبات المرتبطة ببناء نظام نقدي ثابت، إلى جانب تعميم الرقابة على الصرف وعلى حركة رؤوس الأموال، فضلاً عن تقسيم العالم إلى مناطق نقدية منفصلة، إلى تفكيك فعلي للأسواق المالية الدولية، خاصة خلال ثلاثينيات القرن العشرين. وقد أدت هذه التغيرات إلى تقويض التكامل الاقتصادي العالمي، مما ساهم في تعميق الأزمات المالية والاقتصادية خلال تلك الفترة.

ومع انتهاء الكساد الكبير واقترب اندلاع الحرب العالمية الثانية، أصبح واضحاً لدى معظم الاقتصاديين وصناع القرار أن العودة إلى حالة الفوضى النقدية التي سادت خلال الثلاثينيات لم تكن خياراً مقبولاً. ونتيجة لذلك، برزت الحاجة إلى تصميم نظام نقدي دولي جديد يكون قادراً على تحقيق قدر أكبر من الاستقرار النقدي، ويضمن قابلية تحويل العملات، مع تعزيز الثقة في المعاملات المالية الدولية. وقد شكّلت هذه التوجهات الأساس لمناقشات ما بعد الحرب، التي أسفرت لاحقاً عن ظهور نظام بريتون وودز، الذي وضع قواعد جديدة لإدارة العلاقات النقدية العالمية، وسعى إلى تفادي التقلبات الحادة التي عانى منها الاقتصاد العالمي في العقود السابقة.

ثالثاً: مرحلة نظام بريتون وودز (1945-1971)

عرفت السنوات الثلاثون الأولى لما بعد الحرب العالمية الثانية، والتي أطلق عليها اسم " الثلاثون الرائعة" أو الخالدة "Les Trente Glorieuses"، نمواً اقتصادياً سريعاً وغير منقطع، بدت خلالها الأزمات المتكررة للفترة (1940 - 1850) كأنها قد زالت تماماً أو على الأقل تراجعت. وقد قدم تفسيرين لهذه الظاهرة: - نجاح التنظيم على مستوى الدولة وفقاً لكينز، حيث أن السياسات الاقتصادية الداعمة للنشاط الاقتصادي،

لم تكن هناك تعديلات جوهرية على آليات عمل النظام الرأسمالي قبل الكساد الكبير أو على الأقل خلال سنواته الأولى، وفقاً للتحليل الذي قدمه عدد من الاقتصاديين الماركسيين، مثل أغليتا، بوايه، ليبباتز، ولورنزي. ومع ذلك، فإن الحرب العالمية الثانية أحدثت تحولات عميقة في الهيكل الاقتصادي العالمي، إذ أدت إلى إعادة تشكيل الخريطة الاقتصادية الدولية، حيث تعرضت الاقتصادات الأوروبية واليابانية لدمار واسع النطاق، مما أدى إلى تفاقم الأزمات الاقتصادية العالمية.

¹ Boyer Robert, et al. *Les crises financières*. Conseil d'analyse économique, 2004, p 16.

وبعد الحرب، واجهت التجارة الدولية والمدفوعات الخارجية العديد من العوائق، التي ترسخت خلال أزمة الكساد الكبير في الثلاثينيات واستمرت خلال فترة الحرب، الأمر الذي أوجد ضرورة ملحة لوضع نظام نقدي دولي جديد يضمن استقرار الاقتصاد العالمي. وقد تجسدت هذه الجهود في اتفاقية بريتون وودز، التي أنشئت بموجبها قاعدة نقدية جديدة لتنظيم العلاقات المالية بين الدول. ومن أبرز العناصر التي شكلت هذا النظام إنشاء صندوق النقد الدولي، الذي تولى مسؤولية الإشراف على استقرار النظام النقدي الدولي، حيث تضمنت أحكام الاتفاقية منح الدول الأعضاء إمكانية تطبيق بعض أشكال الرقابة على تحركات رؤوس الأموال، وفقًا لما تقتضيه الحاجة لتنظيم التدفقات المالية وحماية الاستقرار الاقتصادي الداخلي¹.

ويعتبر "هاري ديكنستروايت" أحد المؤسسين لمؤسسات "بريتون وودز"، وقد حدد ثلاث نقاط أساسية في تشكيل النظام النقدي الدولي بعد الحرب ودور صندوق النقد الدولي²

أولاً: كان من الضروري تجنب الأخطاء التي وقعت عقب الحرب العالمية الأولى، إذ كان يجب أن يقوم الاقتصاد العالمي على أساس التنافس القائم على التعاون بين الدول، بدلاً من السعي إلى الهيمنة أو تبني سياسات الاكتفاء الذاتي التي أثبتت عدم فعاليتها. ثانيًا، كان من المهم ضبط التدفقات الدولية لرأس المال بحيث تدعم التجارة العالمية، مع تجنب تحويلها إلى قوة مستقلة قد تضر بالاستقرار الاقتصادي. وقد حظيت هاتان الفكرتان باتفاق واسع بين الاقتصاديين، وعلى رأسهم هاري ديكنستر وايت وجون ماينارد كينز، اللذين ساهما في وضع الأسس الفكرية للنظام النقدي الدولي الجديد. ثالثًا، كان لا بد من إنشاء وكالة متعددة الأطراف لضمان تحقيق هذين الهدفين، وهو ما تمثل لاحقًا في صندوق النقد الدولي.

استندت خطة وايت لصندوق النقد الدولي إلى مبدأ جوهرى يتمثل في ضرورة تنظيم تدفقات رأس المال، نظرًا لما قد تشكّله من تهديد للعلاقات التجارية الطبيعية بين الدول إذا تُركت دون قيود، وهو ما يختلف جذريًا عن وضع الاقتصاد العالمي في تسعينيات القرن العشرين، حيث لعبت التدفقات الرأسمالية الدولية حينها دورًا محدودًا نسبيًا في دعم التجارة. وخلال تلك المرحلة التأسيسية، ركّز واضعو صندوق

¹ . مانويل جويتان، "كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998)،

ص. 14.

² جيمس م. باوتون، "هاري ديكنستروايت وصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1998)،

ص ص 40-41.

النقد الدولي على تنظيم التجارة الدولية وإزالة قيود الصرف الأجنبي عن الحساب الجاري، دون إيلاء اهتمام كبير لتحرير حركة رؤوس الأموال، نظرًا لكونها لم تكن آنذاك ذات أهمية مركزية كما أصبحت لاحقًا.

وقد اضطلعت الولايات المتحدة الأمريكية بدور محوري في صياغة النظام النقدي الدولي الجديد، بما ينسجم مع مصالحها الاقتصادية، حيث تم اعتماد الدولار كعملة دولية رئيسية في ظل نظام بريتون وودز، وذلك بفضل التزام الولايات المتحدة بتحويل الدولار إلى ذهب عند الطلب. وبهذا، أصبح الدولار عمليًا مرادفًا للذهب ضمن النظام النقدي الدولي، وهو الوضع الذي استمر حتى عام 1958، الذي يعد نقطة تحول حاسمة في تاريخ نظام بريتون وودز. إذ يمكن اعتبار هذا العام البداية الفعلية للمرحلة التي قادت إلى انهيار النظام لاحقًا، نتيجة التغيرات التي طرأت على الاقتصاد العالمي، والتحديات التي واجهها هذا النظام النقدي في العقود التالية.¹

إلى جانب ذلك شهد العالم خلال هذه الفترة نشاطًا كبيرًا لسوق العملات الأوروبية (Euromarcher) التي لعبت دورًا مهمًا في عملية تمويل الاقتصاد الدولي.

استنادًا إلى ما سبق، يمكن الاستنتاج أن ديناميكية الآزمات المالية على المدى الطويل تعكس نمطًا دوريًا من التكرار والتراجع، يتأثر بالتحويلات في النظم النقدية والمالية العالمية. فقد كانت الآزمات المالية متكررة بشكل ملحوظ خلال الفترة (1880-1913)، حيث تميزت هذه المرحلة بعدم استقرار الأسواق المالية، لا سيما في ظل النظام النقدي القائم على قاعدة الذهب.

رابعًا: مرحلة ما بعد بريتون وودز

أدت التحويلات الاقتصادية العالمية والتنافس الشديد بين القوى الاقتصادية الكبرى، وعلى رأسها الولايات المتحدة، واليابان، والدول الأوروبية التي كانت تشكل آنذاك السوق الأوروبية المشتركة، إلى إعادة تشكيل موازين القوى الاقتصادية على نحو لم يكن في صالح الاقتصاد الأمريكي. ففي الوقت الذي نجحت فيه الدول الأوروبية في تجاوز مرحلة إعادة الإعمار في أعقاب الحرب العالمية الثانية، شهد الاقتصاد الأمريكي تراجعًا تدريجيًا، تجلّى في تفاقم العجز في ميزان المدفوعات. وقد ساهم في هذا التدهور تزايد تدفقات الاستثمارات الأمريكية نحو أوروبا، إلى جانب ارتفاع الإنفاق العسكري. ونتيجة لذلك، ازدادت كميات الدولار الورقي المتدفقة إلى تلك الدول، مما أدى إلى اهتزاز الثقة في العملة الأمريكية، ودفع العديد من الدول إلى تحويل ما بحوزتها من دولارات إلى الذهب. وفي مواجهة هذا

¹ رمزي زكي، التاريخ النقدي للتضخم، مطابع الرسالة، الكويت، 1987، ص 92.

الوضع، أعلن الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون في عام 1971 تعليق إمكانية تحويل الدولار إلى الذهب، مُبرراً ذلك بأن استمرار عمليات التحويل قد يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات الذهبية للولايات المتحدة. وقد شكّل هذا القرار نقطة تحول رئيسية، إذ مثل عملياً نهاية النظام النقدي العالمي القائم على اتفاقية بريتون وودز¹.

وأمام هذه الأوضاع برزت ضرورة الانفتاح بدون حدود و بدون شروط على نشاط رأس المال الدولي الخاص. وبدأت عندئذ مرحلة من الفوضى النقدية في الاقتصاد الدولي، تميزت بتكرار وتواتر الأزمات المالية.

لقد عرفت فترة ما بعد بريتون وودز، كنتيجة لسياسات التحرير والقوانين التي انتهجتها وسنتها معظم الحكومات، تطوراً في الأسواق المالية، ولم يعد أي شيء يربط دول العالم ببعضها البعض ربطاً شبيهاً بالربط الوثيق الذي تقوم به أموال المصارف، وشركات التأمين وصناديق الاستثمار المالي، وما يستخدم من شبكات الربط

الاليكترونية في تحقيق ذلك، حيث أصبح رأس المال الذي يمثل أحد عناصر الإنتاج وسيلة للمضاربة من أجل مضاعفة الأرباح في أوقات قياسية، ويتحكم بذلك في رفاهية أو فقر أمم برمتها دونما رقابة حكومية تذكر².

وهكذا برزت ظاهرة جديدة في المشهد الاقتصادي العالمي، يمكن وصفها بـ"أمية رأس المال"، حيث أصبحت الأسواق المالية، ولا سيما بورصات العملات والأوراق المالية، ساحة يهيمن عليها كبار المضاربين، الذين لم يعودوا مجرد فاعلين اقتصاديين يسعون إلى تحقيق الأرباح، بل تحولوا إلى قوى مالية ذات نفوذ سياسي قادر على التأثير في استقرار الأنظمة الاقتصادية، بل وحتى إسقاط حكومات بأكملها. وقد أدت هذه الديناميكيات إلى تمركز الثروة في أيدي المضاربين الكبار، الذين جنوا أرباحاً هائلة، غالباً على حساب الفئات الأضعف اقتصادياً، بل وحتى على حساب استقرار الدول ذاتها. وتحت تأثير هذه العوامل، بدأت سلسلة من الأزمات النقدية، كان أبرزها الانهيار الكبير في الأسواق المالية الذي وقع في أكتوبر 1987، مشكلاً أحد أبرز المؤشرات على هشاشة النظام المالي العالمي في ظل تصاعد هيمنة رأس المال المضاربي.

1 المرجع نفسه، ص 113

² الشرقاوي عبد الحكيم مصطفى. الاستثمار الأجنبي وأثاره الاقتصادية. دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2001، ص 162.

المطلب الثاني: أنواع الآزمات المالية

بداية يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الآزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي: الآزمة الدورية، والآزمة الوسيطة، والآزمة الهيكلية:¹

أ. **الآزمة الدورية** (آزمة فيض الإنتاج): التي تدعى أحياناً "الآزمة العامة" وتصيب تكرار الإنتاج، وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الآزمة الدورية تكون أكثر عمقاً إذا ما قورنت بغيرها من الآزمات.

ب. **الآزمة الوسيطة**: وهي أقل اتساعاً وشمولاً، ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الاقتصاد الوطني، وتحدث هذه الآزمات نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، فالآزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الآزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.

ج. **الآزمة الهيكلية**: تشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي كأزمة الطاقة، فالآزمات في الفروع الصغيرة ولو استمرت مدة طويلة لا يمكن أن تصبح آزمات دورية، لأنها لا تمس جميع جوانب الاقتصاد الأخرى وقطاعاتها.

يعتقد أغلب الاقتصاديين بضرورة التفريق بين الآزمات الدورية والوسيطة والهيكلية، مستندين في ذلك إلى عدد من المعايير، أهمها حتمية ظهورها في سياق الدورة الاقتصادية أو عدم حتمية ذلك، وكذلك عمق الآزمة وأثرها في الأطر الوطنية، ثم شمولها أو عدم شمولها كل قطاعات الاقتصاد الوطني.

فيما يتعلق بالآزمات المالية، فهي تصنف ضمن ثلاثة أقسام:²

أ. **الآزمات المصرفية**: تظهر الآزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

1 العبد الله، مصطفى. "الآزمات والدورات الاقتصادية". مجلة الاقتصاد المعاصر، العدد 5، بغداد، العراق، 2010، ص 45-60.

² شحاتة عبد الله.، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، دراسة، مجلة الاقتصاد الإسلامي، القاهرة، مصر، 2010، ص 3، 4.

حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Overend & Gurney"، وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns".

ب. **آزمات العملة وأسعار الصرف:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الآزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997.

بعض هذه الآزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

ج. **آزمات أسواق المال "حالة الفقاعات":** تحدث العديد من الآزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة / bubble"، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها الحقيقية على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

من جانب آخر فقد اعتمد صندوق النقد الدولي على معيار نوعية الآزمات المالية أكثر من مسبباتها في تصنيفه والذي شمل الأنواع التالية:¹

- أ. **أزمة العملات:** والتي عادة ما تتواجد عندما تكون مضاربات على الصرف بما يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة بشكل واضح، الأمر الذي يؤدي إلى استنزاف قدر كبير من الاحتياطات الأجنبية.
- ب. **أزمة البنوك:** وهو يعبر عن اختلال النظام المصرفي وعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أمام مودعيه مما يحتم تدخل الحكومة أو السلطة النقدية المسؤولة لتقديم المساعدة للوحدات البنكية المتعثرة، وتقديم الحماية الكافية لبقية الجهاز بما يضمن عدم انهياره.

¹ عائشة عزوز، عولمة النظام المالي الدولي وانعكاساته على النظام المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص 104

ج. **الأزمة الشاملة:** وهي تمس النظام المالي والنقدي معا، وتؤثر سلبا على معدلات النمو. والجدير بالذكر أن الآزمات الشاملة عادة ما تتضمن أزمة في العملة ومعدلات الصرف ولكن ليس بالضرورة أن تؤدي أزمة العملة إلى الأزمة الشاملة.

د. **أزمة الدين الخارجي:** وهي الحالة التي تعجز فيها الدولة عن خدمة ديونها الخارجية. وعلى عكس التقسيم السابق، هناك تقسيم آخر هو تقسيم ساكس ورادلت، والذي اهتم بتصنيف الآزمات المالية بحسب المسببات التي تؤدي لاندلاع الأزمة نفسها والتي تضم ما يلي:¹

أ. **الأزمة التي تتولد بسبب اختلالات الاقتصاد الكلي:** وتشمل على:

☑ انخفاض أسعار العملات؛

☑ خسائر في احتياطات النقد الأجنبي؛

☑ أو انهيار أسعار الصرف.

ب. **الاضطراب أو الذعر المالي:** وهو ما ينتج عنه اضطرابات الجهاز المصرفي بشكل يؤدي إلى انهيار وحداته بشكل ملحوظ وسريع الانتشار، وعادة ما يبدأ الاضطراب نتيجة فقدان الثقة في الجهاز المصرفي ليس بسبب وجود مشاكل فعلية في ميزانيته، وإنما بسبب انتشار شائعة حول انخفاض مستوى أدائه ومن ثمة يتزايد خوف المودعين فتبدأ موجة سحب السيولة.

والجدير بالذكر أن من أهم مميزات الاضطراب هو سرعة الانتشار، ولذلك قد يواجه البنك مشاكل في السيولة نتيجة التوجه العام لسحب الإيداعات مرة واحدة مما قد يزيد من دقة الشائعات، وينتشر الأمر إلى بنوك أخرى فتبدأ الأزمة الشاملة في البنوك والجهاز المالي كله.

ج. **انفجار الفقاعة:** تتكون الفقاعة عندما يتزايد المضاربون حول أسعار الأصول الثابتة مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار أو تضخمها أكثر من قيمتها الأصلية، ومن المعروف أن هذه الظاهرة من شأنها أن تستمر وخاصة مع تواجد تدفقات رأس المال الأجنبي، ولكنها في نفس الوقت تكون عرضة للانفجار بشكل مفاجئ في حالة حدوث أي انعكاس لدورة رأس المال مثل انتقاله إلى الخارج لأي سبب كان، وبما أن بناء الفقاعة يشترك فيه الجهاز المصرفي وأسواق المال فمن البديهي أن يؤثر انفجارها على النظام المالي والنقدي وعلى المستوى الكلي.

د. **المشاكل التي تنتج بسبب الضمانات الحكومية:** تهيب للبنوك فرصة للاقتراض من الخارج لتمويل مشروعات محلية عالية الخطورة أو قد تعطي مثل هذه الضمانات وسيلة لبعض

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 104-105

المقترضين أن يحصلوا على أموال لتمويل مشروعات خطيرة أيضا، فإذا قررت الحكومة إلغاء هذه الضمانات لأي سبب كان فستواجه البنوك مشاكل في السيولة أمام المقرض الأجنبي، أو تزيد من معدلات القروض المتعثرة في الجهاز المصرفي مما يزيد من اختلاله أو اضطرابه.

هـ. أزمة تفاقم الدين: الذي ينشأ بسبب ضعف الاتصال بين الدائنين والمدينين بشكل يصعب معه متابعة ورقابة رأس المال المقترض أو ملاحقته في حالة سوء استخدامه أو احتمال فقدانه.

المطلب الثالث: محددات الآزمات المالية

أسهم تنوع الآزمات المالية، والتي تشمل الآزمات المصرفية، وآزمات العملة، وآزمات الدين، فضلاً عن آزمات أسواق الأوراق المالية المعروفة بآزمات "فقاعة الأسعار"، في تعدد محددات هذه الآزمات وفقاً لطبيعة الأسواق التي تنشأ فيها ومدى تأثيرها وعمقها. وتشير الدراسات التطبيقية السابقة إلى أن المحددات الأساسية للآزمات المالية يمكن تصنيفها إلى أربع مجموعات رئيسية، وتتمثل المجموعة الأولى في متغيرات القطاع الخارجي، والتي تتضمن التغيرات في حركة التجارة الخارجية، مثل معدلات نمو الصادرات والواردات، بالإضافة إلى التقلبات في سعر الصرف الحقيقي وأثرها على مستوى الاحتياطات من النقد الأجنبي. أما المجموعة الثانية، فهي متغيرات القطاع المالي، وتشمل نمو المعروض النقدي، والتغيرات في أسعار الفائدة الحقيقية، وكذلك التغيرات في حجم الودائع المصرفية.

أما المجموعة الثالثة، فتشمل متغيرات القطاع الحقيقي (العيني)، والتي تتضمن نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي، وحجم عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي، إلى جانب معدل نمو الإنتاج الحقيقي. وأخيراً، تتضمن المجموعة الرابعة المتغيرات الخارجية العالمية، والتي تتأثر بعدد من العوامل الدولية، مثل أسعار السلع العالمية، وأسعار النفط، وأسعار الفائدة الأمريكية، لما لها من دور حاسم في تحديد الاستقرار المالي للدول.

وفيما يتعلق بمحددات الآزمات المصرفية، تشير الدراسات التطبيقية إلى مجموعة من العوامل، من أبرزها ارتفاع نسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يُعد هذا الارتفاع مؤشراً على تزايد مخاطر عدم الاستقرار في القطاع المصرفي. كما أن تراجع حجم الودائع لدى البنوك التجارية، وانخفاض نسبة الاحتياطات المصرفية إلى إجمالي أصول البنوك، يُشكل مؤشراً على ارتفاع احتمالية حدوث أزمة مصرفية. بالإضافة إلى ذلك، يُعد ارتفاع الدين العام المحلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أحد العوامل التي تزيد من مخاطر اضطراب القطاع المصرفي.

أما في سياق آزمات العملة، فإن المحددات الرئيسية، وفقاً للدراسات التطبيقية السابقة، تشمل التقلبات في سعر الصرف الحقيقي، حيث يؤدي المغالاة في تقييم العملة المحلية (Overvalued Exchange Rate) إلى زيادة احتمالية نشوء أزمة مالية. كما أن التراجع في الصادرات، مقترناً بزيادة الواردات، يُشكل ضغطاً على العملة، مما قد يستدعي خفض قيمتها. ومن العوامل الحاسمة أيضاً في هذا النوع من الآزمات انخفاض الاحتياطيات من النقد الأجنبي، حيث يؤدي ذلك إلى اضطرابات حادة في سوق الصرف الأجنبي، مما يزيد من مخاطر حدوث أزمة عملة.

وفيما يخص آزمات الدين، فإن الدراسات التطبيقية السابقة تشير إلى أن ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي يُعد مؤشراً أولياً على احتمالية حدوث أزمة دين، نظراً لتأثيره المباشر على قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بخدمة الدين الخارجي. كما أن انخفاض نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي، إلى جانب تراجع الاحتياطيات من النقد الأجنبي، يُشكلان عوامل ضغط على سوق الدين، مما يزيد من احتمالات نشوء أزمة ديون تهدد الاستقرار المالي للدولة.

جدول رقم (1-2) محددات الآزمات المالية وفقاً للدراسات التطبيقية السابقة

الدراس	ع.	ب.	د.	ة	تعريفه	المتغير
المجموعة الأولى: متغيرات القطاع الخارجي						
					مقياس للتغير في مستوى التنافسية الدولية، ومقياس لمدى تقييم سعر الصرف، فسعر الصرف المغالى فيه Overvalued من شأنه أن يزيد احتمالية حدوث أزمة مالية.	سعر الصرف الحقيقي
					مقياس لتنافسية الدولة في سوق السلع العالمي. وقد ينخفض نمو الصادرات نتيجة لأسعار الصرف المغالى فيها، على الجانب الآخر إذا ما انخفض نمو الصادرات نتيجة لأسباب غير مرتبطة بسعر الصرف، فإن ذلك يولد ضغوط لتخفيض قيمة العملة. ففي كلا الحالتين، يعد مؤشر سابق لاضطراب سعر الصرف (تخفيض).	نمو الصادرات

الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للآزمات الاقتصادية

			النمو الحاد في الواردات، من شأنه أن يؤثر على الحساب الجاري، وهو ما يمثل ضغوطا على سوق الصرف.	نمو الواردات
			ارتفاع التجارة من شأنه أن يؤثر بشكل ايجابي على ميزان المدفوعات، وبالتالي تقليل احتمال الأزمة المالية.	شروط التجارة
			يصاحب ارتفاع هذا المتغير، زيادة في تدفقات رؤوس الأموال، وهو ما يؤثر ايجابا على أداء القطاع المالي، ويشير ارتفاعه إلى انخفاض احتمالات الأزمة المالية.	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الاجمالي
			يقيس مدى تغطية الاحتياطيات من النقد الاجنبي لآزمات القطاع.	نسبة المعروض النقدي M2
			البنكي.	احتياطيات النقد الأجنبي
			انخفاض الاحتياطيات من النقد الأجنبي يعد مؤشر مبدئي للضغوط على تخفيض العملة	نمو احتياطيات النقد الاجنبي
المجموعة الثانية: القطاع المالي				
			وهي مؤشرات لنمو السيولة، وقد يشير النمو الحاد إلى معدلات مرتفعة من السيولة والتي قد تنعكس في صورة مضاربات في سوق الصرف	نمو M1 و M2
			مؤشر مرتبط بالتحريك المالي، وارتفاعه قد يشير إلى تخفيض في الاحتياطيات النقدية.	مضاعف النقود Money Multiplier M1
			النمو الحاد في هذا المتغير، يعد مؤشر لبدء الاضطراب في القطاع البنكي.	نسبة الائتمان المحلي للناتج المحلي

الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للآزمات الاقتصادية

					الاجمالي
				السياسة النقدية غير المحكمة، قد تؤدي إلى أزمة عملة.	Excess real M1 balance
					سعر الفائدة الحقيقي المحلي
				ارتفاع هذا المؤشر قد يشير إلى ارتفاع في مخاطر الائتمان التي تواجه البنوك، ومن ثم يعكس انخفاض قدرة البنوك على الاقراض، والذي يصاحبه ارتفاع احتمالات الأزمة المالية	فرق الاقراض والودائع
				مع انخفاض الودائع لدى البنوك، فإن احتمالات الأزمة ترتفع.	الودائع لدى البنوك التجارية
				انخفاضها قد يؤدي لارتفاع احتمال الأزمة	نسبة الاحتياطات لدى البنوك إلى أصول البنوك
المجموعة الثالثة: الاقتصاد العيني					
					نسبة عجز الموازنة لنتاج المحلي الاجمالي
					نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي
					معدل نمو الانتاج الصناعي
				يصاحب فقاعة أسعار الأصول اضطرابات حادة	تغير أسعار

الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للآزمات الاقتصادية

				وأزمة مالية	الأسهم
					معدل التضخم
					نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي
					معدل الادخار المحلي
المجموعة الرابعة: المتغيرات العالمية					
				ارتفاع أسعار البترول غالبا ما تكون مصحوبة بحالة من الانكماش الاقتصادي	اسعار البترول العالمية
					أسعار الفائدة على الدولار الامريكي
					الناتج المحلي لدول منظمة التعاون الاقتصادي OECD

أ.ع وأ.ب وأ.د تشير إلى آزمات العملة، وآزمات بنكية، وآزمات الدين على الترتيب، وتشير الإشارة + إلى ارتفاع قيمة المتغير ومن ثم يؤدي إلى أزمة كما تشير الإشارة - إلى انخفاض قيمة المؤشر وهو ما يؤدي إلى أزمة.

المصدر: Leseno, John, et al. Classroom Management That Works: Research-Based Strategies for Every Teacher. Pearson Education, 2003

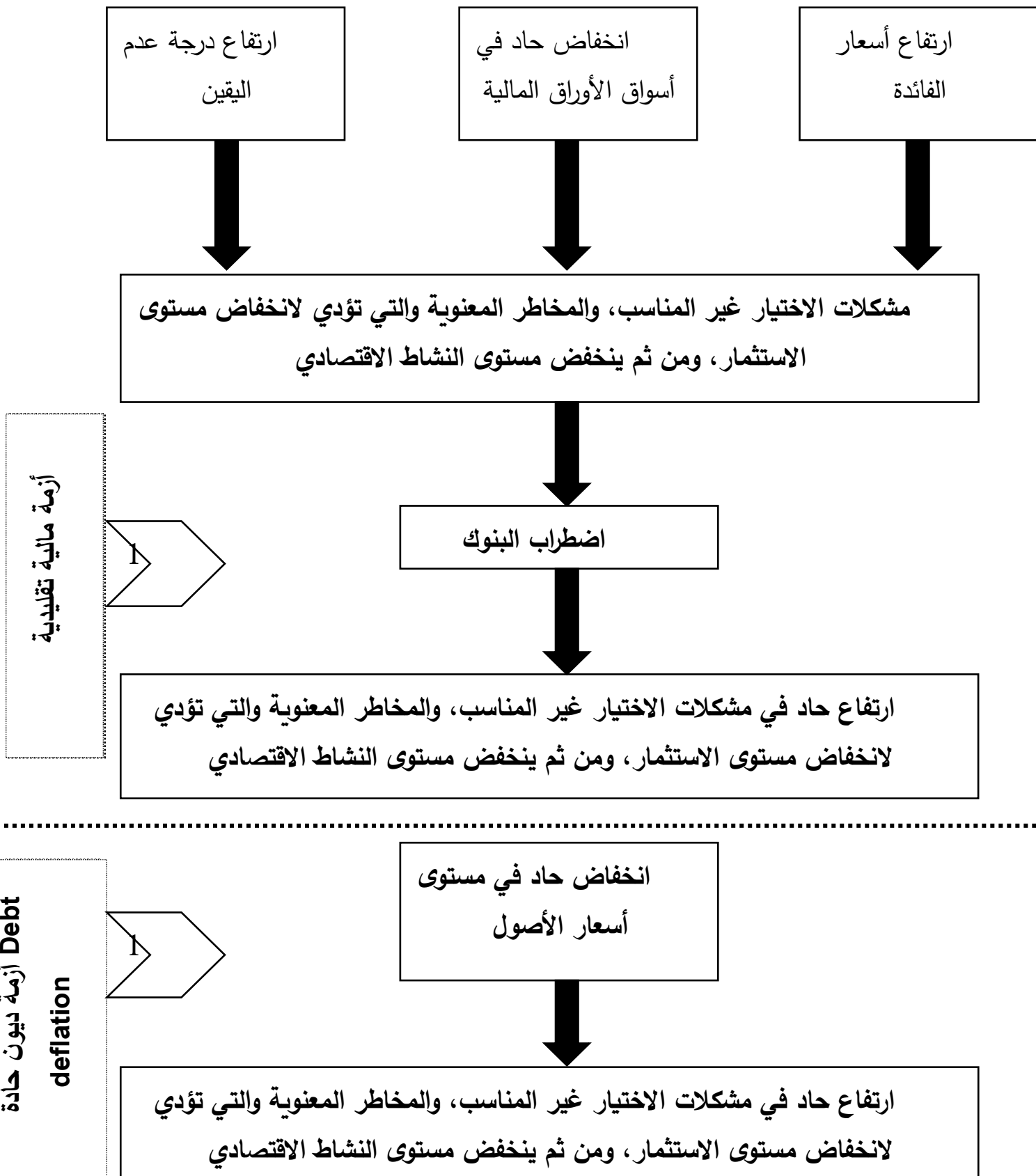
من الجدير بالملاحظة أن هناك عدد من المتغيرات التي تسهم وبشكل مباشر في أكثر من أزمة مالية (أزمة مزدوجة) وقد تتسبب في زيادة حدة أحد الآزمات المالية، مثل نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، فكما يوضح الجدول ارتفاع هذه النسبة من شأنه أن يتسبب في أزمة دين أولاً، وهو ما ينتج عنها اضطرابات القطاع البنكي مصحوبة باضطراب في سوق العملة. وتتكون الآزمات المالية المزدوجة نتيجة لعلاقات الارتباط والتداخل بين الآزمات المالية.

علاقات الترابط بين الآزمات المالية:

الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للأزمات الاقتصادية

إن فهم علاقات التداخل والترابط بين الأزمات المالية بأنواعها المختلفة يعد أحد أهم المداخل الأساسية لتحليل ودراسة محددات الأزمات المالية. وفي هذا نسيت تأتي نماذج تفسير الأزمات المالية ومحدداتها بهدف تحليل علاقات الترابط الأساسية بين الأزمات المختلفة.

شكل رقم (1-2): علاقات الترابط بين عوامل الأزمة المالية وفقا لنموذج (Mishkin)



المصدر: Mishkin, Frederic S. "Anatomy of a Financial Crisis." National Bureau of Economic Research, Working Paper 3934, Dec. 1991, pp. 1-30

يُعد نموذج (Mishkin 1991) أحد النماذج الرائدة في تفسير الآزمات المالية، حيث يربط بين مختلف الأسواق المالية، بما في ذلك سوق الدين، وسوق الصرف الأجنبي، والقطاع المصرفي، وسوق الأوراق المالية. يعتمد هذا النموذج على خمسة عوامل أساسية تتفاعل فيما بينها لتوليد الاضطرابات في الأسواق المالية، كما يوضح الشكل رقم (2-1).

وفقًا لهذا النموذج، تبدأ الآزمات المالية التقليدية بارتفاع أسعار الفائدة، مما يؤدي إلى تفاقم مشكلة الاختيار غير المناسب (Adverse Selection)، إذ تميل الوحدات الاقتصادية ذات المخاطر العالية إلى الاقتراض في ظل ارتفاع أسعار الفائدة، بينما تحجم الوحدات منخفضة المخاطر عن ذلك. ويؤدي هذا السلوك إلى انخفاض جودة الائتمان، نتيجة لانجذاب المؤسسات المقرضة إلى المقترضين ذوي المخاطر المرتفعة.

ويلي هذه المرحلة تزايد مشكلة الخطر المعنوي (Moral Hazard)، إذ يصبح المقرضون أكثر عرضة لمخاطر قيام المقترضين بتوظيف الأموال في استثمارات ذات مخاطر مرتفعة، مما يدفع المؤسسات المالية إلى تقليل حجم الائتمان الممنوح. وفي هذه المرحلة، تبدأ أسعار الأصول وأسواق الأوراق المالية في التراجع، وأحيانًا تصل إلى مستوى الانهيار، نتيجة لانخفاض القيم السوقية للشركات، وهو ما يرتبط مباشرة بانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسات المالية وغير المالية على حد سواء.

ويؤدي هذا الانخفاض الحاد في أسواق الأوراق المالية، بالتزامن مع ارتفاع أسعار الفائدة، إلى زيادة حالة عدم اليقين بين المؤسسات المالية والمستثمرين، مما يؤدي بدوره إلى تفاقم مشكلات الاختيار غير المناسب والمخاطر المعنوية. ومع استمرار هذه الاضطرابات، ينخفض مستوى الاستثمار كنتيجة مباشرة لتراجع حجم الائتمان والتمويل اللازم للاستثمارات الجديدة، مما يؤدي في النهاية إلى تراجع النشاط الاقتصادي ككل.

يرتكز تفسير Mishkin للآزمات المالية على أن انهيار أسواق الأوراق المالية يؤدي إلى تفاقم كل من مشكلة الاختيار غير المناسب ومشكلة المخاطر المعنوية، وهو ما ينعكس في انخفاض القيمة السوقية للشركات، نتيجة لانخفاض القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية الناتجة عن أصولها. كما يؤدي هذا الانخفاض في القيمة السوقية إلى تزايد إجمام المقرضين عن تقديم الائتمان، نظرًا لأن تراجع

قيمة الأصول يمثل إشارة إلى ارتفاع مخاطر الاختيار غير المناسب. وكنتيجة لذلك، يتراجع مستوى الاستثمارات، مما يؤدي بدوره إلى انكماش النشاط الاقتصادي.

وعلاوة على ذلك، يؤدي انهيار أسواق الأوراق المالية إلى تفاقم مشكلة المخاطر المعنوية، مما يزيد من درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمارات، ويُضعف من جاذبية الاستثمار بشكل عام، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للاستثمارات، وبالتالي تراجع النشاط الاقتصادي بشكل أوسع. ووفقاً لهذا النموذج، فإن الآزمات المالية الحادة تتمثل في تلك التي تصل إلى مستوى أزمة ديون شاملة، حيث يتزامن ذلك مع إفلاس العديد من المؤسسات المالية وغير المالية، مما يؤدي إلى انتقال تداعيات الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي، حيث تتفاقم الاضطرابات المالية، وينخفض مستوى النشاط الاقتصادي، مما قد يدفع الاقتصاد إلى حالة من الانكماش العميق، التي قد تتطور إلى ركود اقتصادي حاد.

وفي سياق النماذج التفسيرية الأخرى للآزمات المالية، يُبرز نموذج مينسكي دور التغيرات الدورية في عرض الائتمان، والصدمات الاقتصادية الخارجية الإيجابية في حدوث الآزمات المالية. ففي فترات الانتعاش الاقتصادي، يتزايد عرض الائتمان، مما يجعل المستثمرين أكثر تفاؤلاً بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي يعيدون تقييم توقعاتهم حول الأرباح المستقبلية، وهو ما يعزز من إقبالهم على الاقتراض. في المقابل، يتراجع تقييم المقرضين للمخاطر المحتملة، مما يدفعهم إلى تقديم المزيد من القروض، بما في ذلك القروض التي كانت تُعتبر مرتفعة المخاطر في الأوضاع الاقتصادية السابقة، كما أشار Kindleberger وAliber (2005).

ومع ازدياد عرض الائتمان وبدء مرحلة الانتعاش الاقتصادي، يشهد الاقتصاد مزيداً من النمو، مدفوعاً أحياناً بصدمة خارجية إيجابية تؤثر على الاقتصاد الكلي. على سبيل المثال، شهد الاقتصاد الأمريكي في عشرينيات القرن الماضي طفرة إيجابية نتيجة للتوسع في إنتاج السيارات، وإنشاء شبكات الطرق، إلى جانب الاستخدام الواسع للكهرباء، والتزايد الكبير في الاعتماد على الهاتف الثابت.

إلا أن هذه الدورة الاقتصادية تتغير بمرور الوقت، حيث يبدأ التوسع الاقتصادي في التباطؤ، ليصبح المستثمرون أكثر حذراً وأقل تفاؤلاً. وفي هذه المرحلة، تتزايد خسائر المقرضين، مما يدفعهم إلى اتخاذ سياسات أكثر تحفظاً تجاه الإقراض، مما يحد من توافر الائتمان. في المقابل، قد يلجأ بعض المستثمرين إلى بيع أصولهم بشكل سريع (Distress Selling) خوفاً من انخفاض قيمتها، مما يؤدي إلى مزيد من التراجع في أسعار الأصول، ويُسهم في تسريع وتيرة الانكماش الاقتصادي.

بهذا، يُقدم كل من نموذجي Mishkin ومينسكي تفسيرين متكاملين للآزمات المالية، حيث يركز الأول على دور الاختلالات في الأسواق المالية، بينما يُبرز الثاني أهمية الدورات الاقتصادية ودور التغيرات في عرض الائتمان والصدمات الخارجية في تشكيل الآزمات المالية.

المطلب الرابع: تفسير الآزمات المالية في الفكر الاقتصادي.

تشير إلى الجهود الفكرية والنظرية التي سعت لفهم وتحليل أسباب حدوث الآزمات المالية وكيفية تأثيرها على الاقتصاديات العالمية. منذ القرن التاسع عشر وحتى الآن، ظهرت العديد من النظريات الاقتصادية التي حاولت تفسير هذه الظاهرة، ولكل مدرسة فكرية رؤيتها الخاصة في تحليل الآزمات المالية.

الفرع الأول: تطور النظريات المفسرة للآزمات المالية

يشير إلى المسار الذي اتبعته الأفكار الاقتصادية عبر الزمن في محاولة لفهم الأسباب والتأثيرات المتعلقة بالآزمات المالية. على مر العصور، تعرضت الاقتصاديات المختلفة لآزمات مالية متعددة، مما دفع الاقتصاديين إلى تطوير نظريات تسعى إلى تفسير هذه الظاهرة وفهم جذورها.

أولاً: الأزمة ومراحل الدورة الاقتصادية:

تُعدّ الآزمات الاقتصادية جزءاً أساسياً من ديناميكيات الاقتصاديات الرأسمالية، حيث تمرّ الدول بتقلبات في الأداء الاقتصادي بين فترات من النمو والانكماش. الدورة الاقتصادية (أو دورة الأعمال) تشير إلى التقلبات المنتظمة في النشاط الاقتصادي والتي تحدث على فترات زمنية معينة، وتتأثر بعدد من العوامل المالية والاقتصادية التي تؤدي إلى تغييرات في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، مستوى التشغيل، التضخم، وأسعار الفائدة. وتعتبر الآزمات المالية أخطر مراحل الدورة الاقتصادية، إذ تترك تأثيرات عميقة على الاقتصاد والمجتمعات.

1- مفهوم الدورة الاقتصادية:

تُعرف الدورة الاقتصادية بأنها التقلبات الدورية في النشاط الاقتصادي للدول والتي تمرّ بأربع مراحل رئيسية: التوسع، القمة، الانكماش، والركود. في مرحلة التوسع، ينمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ وتزداد مستويات التوظيف، بينما تصل الدورة إلى ذروتها في مرحلة القمة حيث يكون الأداء الاقتصادي في أقصى درجاته. بعد ذلك، تأتي مرحلة الانكماش التي تتميز بانخفاض الإنتاج وزيادة

البطالة، وأخيراً تصل الدورة إلى الركود أو القاع، وهي المرحلة التي يكون فيها الاقتصاد في حالة انهيار تام من حيث الإنتاج والتوظيف.¹

2- مراحل الدورة الاقتصادية:²

أ- مرحلة التوسع:

تبدأ الدورة الاقتصادية بمرحلة التوسع، حيث يرتفع الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وتنمو الاستثمارات، كما تزداد معدلات التوظيف والإنتاج. تتميز هذه المرحلة بزيادة الثقة في الاقتصاد وارتفاع مستوى الطلب على السلع والخدمات.

ب- مرحلة القمة:

تصل الدورة إلى ذروتها في مرحلة القمة، حيث يكون النمو في أعلى مستوياته، ولكن تبدأ مؤشرات التباطؤ في الظهور. في هذه المرحلة، ترتفع أسعار الأصول وتبدأ الأسواق في التوتر نتيجة للتضخم المفرط أو الفقاعات الاستثمارية.

ج- مرحلة الركود:

في مرحلة الركود، يبدأ الاقتصاد في الانكماش نتيجة لانخفاض الطلب وضعف الثقة في الأسواق. تنخفض قيمة الأصول بشكل حاد، مما يؤدي إلى تفاقم البطالة وتراجع مستويات الإنتاج. تتفاقم الأزمة المالية في هذه المرحلة عندما تبدأ المؤسسات المالية في مواجهة صعوبات في توفير السيولة اللازمة، وهو ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية.

د- مرحلة القاع:

تمثل هذه المرحلة نهاية الدورة، حيث يكون الاقتصاد في أسوأ حالاته. في هذه المرحلة، يبدأ الاستقرار التدريجي، ويتطلب الاقتصاد سياسات تحفيزية لإعادة تفعيل الطلب والإنتاج.

ثانياً: تطور النظريات المفسرة للآزمات

لقد سادت في مجتمعات الدول الصناعية في بداية القرن الماضي التطبيقات الاقتصادية لأفكار النظرية الكلاسيكية لآدم سميث، تتلخص أفكار هذه النظرية بأن عملية التوازن بين قوى السوق وبين

¹ Korotayev, Andrey V., and Sergey V. Tsirel. "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis." Structure and Dynamics, vol. 4, no. 1, 2010, pp. 3-57.

² Korotayev, Andrey V., and Sergey V. Tsirel. "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis." Structure and Dynamics, vol. 4, no. 1, 2010, pp. 3-57.

العرض والطلب تحصل بصورة أوتوماتيكية من خلال الآليات الخفية التي تعمل داخل السوق، وجاءت تفسيراتها بهذا المجال ضمن تحليل فلسفي وضحت بموجبه كيفية عمل هذه آليات داخل السوق، وطالبت النظرية عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإيجاد هذا التوازن، لأن تدخلها يؤدي إلى عرقلة وإرباك عمل تلك الآليات وفقدان دورها المناسب في تفعيل الأنشطة وإيجاد التوازن المطلوب، هذا التوجه أيده العديد من مؤلفي القرن التاسع عشر بإنكار وجود الآزمات الاقتصادية، وعلى رأسهم جون باتيست ساي ودافيد ريكاردو اللذان أكدا عدم وجود أزمة تمس النشاط الاقتصادي في مجموعها، وأساس هذا التصور هو قانون المنافذ الذي يؤكد بأن المنتجات تباع وتبادل مقابل منتجات أخرى، كما اعتبروا أن النقود تقوم بدور الوسيط فقط وتزول أثناء التبادل.

عندما حصلت الأزمة المالية عام 1929 والكساد العالمي الذي أعقبه في ثلاثينيات القرن المنصرم، لم تتمكن آليات السوق الخفية التي أشارت إليها النظرية الكلاسيكية من إعادة التوازن لقوى السوق ومعالجة تأثيرات ظاهرة التضخم والانكماش على الأنشطة الاقتصادية، وعندما تعاظمت الأزمة واستفحل أمرها لم ينفع تدخل الدولة التي اضطرت لاحقا للتدخل من إعادة التوازن المطلوب، وحصل ما حصل في حينه

من حالة كساد كبرى وتعطيل عجلة الإنتاج في مجمل الأنشطة الاقتصادية والمالية وانتشار البطالة بشكل واسع، واستنادا لذلك حصل انقلاب على أفكار النظرية الكلاسيكية وحلت بدلا عنها النظرية الكينزية التي طالبت بتدخل الحكومة بقوة لإيجاد التوازن في السوق، وحددت عددا من الآليات التي تستطيع بموجبها تحقيق التوازن المطلوب، أهم تلك الآليات هو زيادة الإنفاق الحكومي العام لسد النقص في إنفاق القطاع الخاص بما يؤدي إلى دفع الطلب الكلي إلى الأعلى وما يتبعه من خلق طلب يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتشغيل عجلة الاقتصاد والقضاء على حالة الكساد والبطالة، أما إذا أرادت الحكومات التخلص من التضخم قبل وقوعه في الحالات التي تتميز بنشاط اقتصادي يفوق حجم الطاقات الإنتاجية المتاحة، فينبغي عليها استخدام الإيرادات الضريبية لتسديد ما ترتب عليها من ديون أنفقتها في تمويل المشاريع الاستثمارية التي واجهت بها حالة الركود.

إلى الآن لم يحصل إجماع على تقديم تفسيرات نظرية للآزمات الاقتصادية، ومع ذلك يمكن تقديم تفسيرين أساسيين مرتبطين بمنظورين إيديولوجيين الأول رأسمالي والثاني اشتراكي.

الفرع الثاني: التفسير الرأسمالي للأزمات المالية

أولاً: التفسير النقدي¹

كانت النظرية النقدية من بين أهم النظريات التي فسرت الأزمات الاقتصادية بإرجاعها إلى التوسع والانكماش في النقود والائتمان، بل يتفق الجميع تقريباً على أن الجانب النقدي هو المسبب الأساسي لكل الأزمات الاقتصادية، مع الإقرار بأن سلوك التغيرات في كمية النقود يتأثر هو الآخر بتحركات المتغيرات غير النقدية كالإنتاج، والدخل، والاستخدام، ومستوى الأسعار، والفائدة، وتوزيع الدخل والثروة، حيث يُلاحظ وابتداءً من النظرية النقدية الكمية الكلاسيكية خلال القرون الرابع عشر حتى العقد الثالث من القرن العشرين ومفكرها، ومن بعدهم النيوكلاسيك وبالرغم من فصلها بين الجانب النقدي والحقيقي (الذي أثبت الواقع عدم صحته فيما بعد) إلا أنها أقرت بأن التغيرات في كميات النقود وفي سرعة تداول النقود سينعكس تأثيرها في الجانب النقدي (المستوى العام للأسعار، الذي هو متوسط أسعار السلع) والمنتجات (الجانب الحقيقي) من الاقتصاد، وعليه يفترض من وجهة نظر ريكاردو أن يكون الإصدار النقدي خاضعاً لغطاء معدني يعادل 100 بالمائة من قيمة الإصدار من أجل الحد من زيادة العرض النقدي الذي لا يناسب المطلوب من المنتجات، ومن ثم ظهرت ما عُرف بنظرية الأرصدة النقدية التي كانت امتداداً للتحليل الكلاسيكي، إذ أكدت هذه النظرية أن التقلبات في المستوى العام للأسعار يعود إلى تغير العناصر النقدية (الطلب وعرض النقود). وفيما بعد ظهرت النظرية النقدية الكنزية كرد فعل على الأزمة الاقتصادية العالمية في عام 1929 التي أثبتت عدم صحة دور النقود المحايد على النشاط الاقتصادي الذي افترضه الكلاسيك، وأن بإمكان التغيرات في المعروض النقدي* أن تؤثر في متغيرات الجانب الحقيقي (الاستثمار، والتشغيل، والنتاج الكلي، ومضاعف الاستثمار)، فعندما يكون الاقتصاد في مرحلة الانتعاش (القمة) تكون الكفاية الحدية لرأس المال مرتفعة، ولكن بمجرد الإحساس أن العوائد المتوقعة ستكون منخفضة ستتجه إلى الانخفاض الحاد والسريع حتى مرحلة الركود والكساد (القاع) - نتعرض إلى هذه النظرية بتفصيل أكثر في العنوان الموالي -.

كانت النظرية النقدية الكمية الحديثة التي عُرفت بمنهج شيكاغو أو النقديون التي ظهرت منذ نهاية عقد الخمسينيات من القرن العشرين بزعامة M. Friedman هي آخر نتاج الفكر الاقتصادي النقدي الذي أرجع التقلبات في النشاط الاقتصادي ومن ثم عدم الاستقرار والأزمات الاقتصادية إلى

¹ Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 1963, p. 676..

* يتمثل فيما تصدره البنوك المركزية من عملة، وما تخلقه المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية من ائتمان، وعبر التغيرات في أسعار الفائدة

التغيرات في كميات النقود التي لا تتناسب مع التغيرات في إنتاج السلع والخدمات، ويؤكد على ذلك فريدمان بالقول بأنه لم يحدث قط أن وقعت حادثة تغيرت فيها كمية النقود بشكل كبير لكل وحدة إنتاج دون أن تصطحب معها تغييراً في مستوى الأسعار بشكل كبير أيضاً وفي الاتجاه نفسه، كما أن معظم أوضاع الانكماش أو الركود الاقتصادي يسبقها انخفاض في معدلات نمو عرض النقد، وعادة ما تسبق حالات التوسع الاقتصادي تزايد في معدلات نمو عرض النقد.

يُميّز النقديين خاصة منهم فريدمان و شوارتز بين:¹

1. **الآزمات المالية:** والتي عادة ما ينجر عنها هلع بنكي معمم.
2. **آزمات مالية مزيفة:** والتي تنحصر على مجرد تقلبات معتبرة في الأصول المالية وحجم المعاملات في الأسواق المالية دون أن يصاحب هذا هلع بنكي ودون أن يكون لهذه التقلبات انعكاسات نظامية.

وهكذا فحسبهم فالآزمة المالية ترتبط بوجود الذعر البنكي، أما آلية انتشار الآزمات فهي تتمثل في نقص السيولة والناجمة أساساً عن الهلع البنكي، فهذا الأخير يؤدي بالمدعين إلى استبدال ودائعهم مقابل السيولة، في حين ستحاول البنوك أن ترفع من احتياطياتها، وسينجر عن هذا تقلص عرض السيولة. فبالنسبة للنقديين²، فإن النقود هي المحدد الرئيسي للإنفاق العام، فعندما تزداد كمية النقود في الاقتصاد فإن القطاع الخاص والمؤسسات والأفراد يقدمون على طلب القروض بمعدلات فائدة مقبولة، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب الذي قد يتمثل في السلع الاستهلاكية، السلع الاستثمارية، أو بما تقوم به الدولة من إنفاق عام، هذا يعني أن هناك علاقة وطيدة بين الكتلة النقدية والنشاط الاقتصادي.

وعليه فإن النقديين يُرجعون الآزمات الاقتصادية إلى انخفاض الكتلة النقدية في الاقتصاد، ويستدلون في ذلك بما حدث في الأزمة الكبرى سنة 1929، حيث أن انهيار البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى فقدان الثقة عند أفراد المجتمع والمؤسسات الاقتصادية، وتسارع هؤلاء إلى البنوك والمصارف لسحب أموالهم وودائعهم، ونتيجة لكثرة الطلب وسرعته على هذه الودائع، وقف الجهاز المصرفي عاجزاً عن تلبية هذا الطلب، وأصبحت البنوك غير قادرة على الوفاء بالالتزامات المالية تجاه المدعين وأصحاب رؤوس الأموال، وهذا أدى إلى إفلاس معظم البنوك وانهيار الجهاز المصرفي نجم عنه انخفاض في الكتلة النقدية مما أدى إلى خسارة كبيرة لدى الأفراد، وكنتيجة منطقية لذلك انخفض

¹ D.Lacoue labarthe, les crises financières et leur propagation internationales, in E.Girardin:finance internationale:l'état actuel de la théorie, édition economica,1992 , P 409

² فتيحة بقطاش، الأزمة المالية الآسيوية (أسبابها،انعكاساتها،ومعالجتها)، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، 1999، ص 10

إنفاقهم وقل طلبهم على السلع الاستهلاكية والتجهيزية مما أدى إلى انخفاض كبير في النشاط الاقتصادي.

خلاصة القول، أن النقديين يركزون اهتمامهم على دور تقلص عرض السيولة أثناء الأزمات المالية.

ثانياً: التفسير الكينزي

تهتم النظرية الكينزية بموضوع الأزمة وكيفية الخروج منها، فكينز يرى أن الادخار يؤدي إلى تقلص الاستهلاك أي تقلص الطلب على السلع والمنتجات، وفي الوقت ذاته انخفاض عدد العمال المستخدمين أي زيادة نسبة البطالة، فإذا انخفض المجموع الكلي لأجور العمال فذلك يعني أن الدخل النقدي الإجمالي تضائل بشكل أدى إلى تقلص الطلب على السلع والمنتجات الاستهلاكية، وهذا ما يدعو إلى تخفيض الإنتاج وارتفاع نسبة البطالة، وهكذا يزداد تقلص الطلب وبالتالي تقلص الإنتاج إلى أن ينتقل المجتمع من مرحلة الازدهار إلى مرحلة الركود والأزمة وذلك يعني أن الادخار عوض أن يكون علاجاً نافعاً ومفيداً، هو في الواقع نقمة وضرراً، ولهذا يجب العمل على الحد منه وتشجيع الاستهلاك عن طريق زيادة النفقات غير المنتجة وتمويل المشاريع المختلفة، وبمعنى آخر يجب الحث على زيادة الاستهلاك لتخفيض الادخار.

من جهة ثانية، يرى كينز أن النظريات الكلاسيكية هي بمثابة أداة فعالة لتفسير التصرفات الفردية لكل من المنتج والمستهلك ولكنها عاجزة عن تفسير الظواهر الاقتصادية، ويؤمن أتباع الحرية الاقتصادية بوجود نظام طبيعي يضمن الاستخدام الكامل للثروة، إذ أن الأزمة ما هي إلا خلل مؤقت يتم تصحيحه بسرعة عن طريق آليات السوق ولهذا يجب تجنب أي تدخل، إلا أن التوازن الآلي والامتثال عن التدخل ما هما إلا من وحي الخيال، فالرأسمالية تقود مباشرة إلى الأزمة خاصة عندما تلعب دورها وهي بعيدة عن المراقبة.

لتجنب الأزمة يجب على الدولة أن تلجأ إلى التدخل الصريح والفعال وتحصر مهمتها في تنظيم تطور الاقتصاد والتدخل في حال وقوع الأزمة لبعث النشاط في آلية الاقتصاد عن طريق تشجيع النشاط الاستثماري، وعليه بالنسبة لكينز فإن الأزمة هي ظاهرة مألوفة باعتبار هشاشة النظام، وغير سليمة بنتائجها، لذلك فهي تستدعي تدخل الدولة الذي لا يقتصر فقط على الترسانة النقدية، وينادي كينز بأن

تحل الدولة محل المنظمين العاجزين في عملهم كمستثمرين، وعلى حسب قوله : "يظهر بالنتيجة أن جعل الاستثمار اشتراكياً هو الوسيلة الوحيدة تقريباً لتوفير الاستخدام الكامل، لكن إلى جانب ذلك، لا

نرى أي سبب واضح يبرر اشتراكية الدولة لتشمل معظم الحياة الاقتصادية للجماعة، فليس من مصلحة الدولة أن تأخذ على عاتقها وسائل الإنتاج.¹

ثالثاً: مدرسة الأسواق المكتملة والتوقعات العقلانية

تشير الفقاعات إلى الحالة التي ترتفع فيها أسعار الأصول بشكل مفرط دون أن تكون هذه الزيادات مدعومة بأساسيات السوق. يتم ذلك بناءً على الاعتقاد المشترك بين عدد كبير من المستثمرين بأن الأسعار ستستمر في الارتفاع. في هذه الحالة، حتى لو كانت هناك إشارات واضحة على أن الأسعار لا تعكس القيم الحقيقية للأصول، يستمر المستثمرون في شراء الأصول اعتقاداً منهم أنهم سيتمكنون من بيعها بأسعار أعلى في المستقبل. هذه الفقاعات تستمر حتى تصل إلى نقطة معينة تنفجر فيها، حيث تتراجع الأسعار بشكل حاد، ما يؤدي إلى خسائر ضخمة وأزمات مالية. هذا ما حدث في عدة أزمات، مثل فقاعة الإنترنت في التسعينيات وأزمة الرهن العقاري في 2008.

من ناحية أخرى، تلعب عدم تماثل المعلومات دوراً كبيراً في ظهور الأزمات البنكية. في الأسواق المالية، لا يمتلك جميع الأطراف نفس القدر من المعلومات حول جودة الأصول المالية. على سبيل المثال، البنوك غالباً ما تكون أكثر اطلاعاً على جودة أصولها مقارنة بالمدّعين. في حال ظهور شكوك حول صحة هذه الأصول، يبدأ المدّعون في سحب أموالهم من البنوك، ما يؤدي إلى حالة من الذعر المالي (bank run). حتى البنوك التي تتمتع بالملاءة المالية قد تتعرض للآزمات بسبب هذه السلوكيات التي يغذيها عدم تماثل المعلومات.

وفقاً لنظرية التوقعات العقلانية، فإن المستثمرين ليسوا بالضرورة غير عقلانيين، بل قد تكون قراراتهم عقلانية بالنظر إلى المعلومات المتاحة. إذا توقع عدد كبير من المستثمرين ارتفاع سعر أحد الأصول في المستقبل، فإن هذا التوقع نفسه قد يؤدي إلى ارتفاع السعر في الوقت الحاضر. بالتالي، التوقعات تتحقق بشكل ذاتي، مما يجعل الفقاعة العقلانية ممكنة. لكن في نفس الوقت، هذه التوقعات قد تكون معزولة عن الأساسيات الاقتصادية، مما يؤدي في النهاية إلى انفجار الفقاعة.

المثال الكلاسيكي لهذه الظاهرة هو فقاعة سوق العقارات في الولايات المتحدة عام 2008، حيث دفعت التوقعات المتفائلة حول ارتفاع أسعار العقارات إلى تضخم مفرط في قيمة العقارات. وعندما

¹ نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها (مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 55-56.

انفجرت الفقاعة، كانت النتيجة أزمة مالية عالمية. هذا يوضح كيف يمكن أن تؤدي التوقعات العقلانية إلى ظهور فقاعات مضاربة، وما يعقبها من انهيارات حادة في الأسعار وآزمات مالية.¹

رابعاً: مدرسة عدم الاستقرار المالي : ²

هي نظرية اقتصادية قدمها الاقتصادي الأمريكي هايمان مينسكي (Hyman Minsky)، وتُركز على دور الأنظمة المالية في إحداث الآزمات الاقتصادية. تشير هذه النظرية إلى أن الاستقرار المالي في النظام الرأسمالي يؤدي في النهاية إلى عدم الاستقرار. بمعنى آخر، كلما استمر الاقتصاد في فترة طويلة من الازدهار والاستقرار المالي، زادت المخاطر التي تؤدي في النهاية إلى أزمة مالية.

*أهم مفاهيم مدرسة عدم الاستقرار المالي:

1- دورة مينسكي (Minsky Cycle): تفترض هذه الدورة أن الآزمات المالية تتطور بشكل دوري نتيجة للسلوك المالي المتغير للشركات والبنوك. تبدأ الدورة بفترة من الاستقرار والنمو المالي، حيث يزيد الاقتراض والاستثمار. ومع الوقت، يتحول هذا الاستقرار إلى فقاعات مالية نتيجة للاعتماد المفرط على الدين والاقتراض المفرط.

2- فرضية مينسكي بعدم الاستقرار المالي (Financial Instability Hypothesis):

تفترض هذه الفرضية أن هناك ثلاث مراحل في الدورة المالية:

- التمويل السليم (Hedge Finance): حيث يتم تمويل الاستثمار من خلال التدفقات النقدية المتوقعة.
- التمويل المضارب (Speculative Finance): الشركات تعتمد بشكل متزايد على الاقتراض لتسديد الديون الحالية وليس فقط تمويل المشاريع الجديدة.
- التمويل الهرمي (Ponzi Finance): في هذه المرحلة، تعتمد الشركات على الزيادة المستمرة في أسعار الأصول لسداد ديونها المتراكمة، مما يؤدي في النهاية إلى انهيار مالي.

¹ Claessens, Stijn, and M. Ayhan Kose. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Paper, 13/28, 2013, pp. 5-7.

² Kregel, Jan A. "Minsky's 'Cushions of Safety,' Systemic Risk and the Crisis in the Subprime Mortgage Market." Levy Economics Institute, Working Paper No. 548, 2008, pp. 5-12

3- الدور المحوري للبنوك والمؤسسات المالية:

وفقاً لمينسكي، تلعب البنوك والمؤسسات المالية دوراً رئيسياً في زيادة عدم الاستقرار المالي. خلال الفترات التي يكون فيها الاقتصاد في ازدهار، تتوسع هذه المؤسسات في الإقراض، مما يزيد من المخاطر النظامية. وعندما تنفجر الفقاعات، تتفاقم الأزمة نتيجة لانهايار الائتمان والديون.

4- تطبيقات مدرسة عدم الاستقرار المالي:

الأزمة المالية العالمية في 2008 تُعتبر مثالاً حياً على فرضية مينسكي. في الفترة التي سبقت الأزمة، توسعت المؤسسات المالية في منح قروض الرهن العقاري بشكل مفرط، مما أدى إلى تضخم في أسعار العقارات. ومع انهيار هذه الفقاعة العقارية، اندلعت أزمة مالية كبرى في الولايات المتحدة وانتشرت إلى بقية العالم.

5- الانتقادات:

رغم أن نظرية مينسكي تقدم تفسيراً مهماً للآزمات المالية، إلا أنها تعرضت لانتقادات لأنها تقتصر على نماذج رياضية واضحة يمكن من خلالها قياس عدم الاستقرار المالي بشكل دقيق. إضافة إلى ذلك، يرى بعض الاقتصاديين أن هذه النظرية لا تأخذ في الاعتبار التغيرات التنظيمية والسياسية التي يمكن أن تقلل من حدوث الآزمات.

خامساً: نظريات أخرى

في الفكر الاقتصادي الرأسمالي ظهرت العديد من النظريات الاقتصادية التي تعطي تفسيرات لحدوث هذه الدورات والآزمات الاقتصادية، مثل: ¹

1. **نظرية الأرصاد والتقلبات الجوية:** أو ما عُرف بـ نظرية بقع الشمس في عام 1875 للاقتصادي S. Jevones والتي ترجع أسباب الآزمات إلى تأثير الإشعاع الشمسي على إنتاج القطاع الزراعي وانعكاس هذه التأثيرات فيما بعد في القطاع الصناعي والتجاري، أي أن ظهور البقع الشمسية بصورة دورية سوف يؤدي إلى تغير الأحوال الجوية الذي يقود هو الآخر إلى التأثير في ظروف الإنتاج الزراعي (توسعا أو انكماشاً) وبما أن الإنتاج الزراعي له ارتباطات أمامية وخلفية، وآثار استهلاكية وصناعية وتجارية فإن التقلبات سوف تنتقل لها.

¹ جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 27، 29

2. **النظرية السيكلوجية للأزمة:** التي تُعزى الأزمات إلى ردود الفعل النفسية لرجال الأعمال تجاه التغيرات في المتغيرات الاقتصادية الفعلية، وردود الأفعال هذه تعود إلى أخطاء التنبؤ التي تتعلق أسبابها بقيام النظام الاقتصادي الرأسمالي على أساس من عمليات معقدة متعددة كثيرة وغير مباشرة وذات فترات غير قصيرة، وتحدث الأزمات عندما يكون هناك مبالغة كبيرة من قبل المتفائلين بأن الأرباح المتوقعة ستكون كبيرة، أو من قبل المتشائمين بأن الخسائر ستكون كبيرة مستندين في ذلك إلى سلوكهم النفسي بصورة أكبر من الاستناد إلى الحقائق الفعلية، فتتداخل العوامل وتؤدي إلى تغيرات في تسعير الأصول المالية التي تنعكس تأثيراتها في المتغيرات الحقيقية، وهو ما حدث في معظم الأزمات الاقتصادية.

3. **نظرية نقص الاستهلاك:** التي جاء بها Hobsen وآخرون حيث قامت أطروحاتهم على أساس ضرورة تناسب الحجم الكلي للنقود أو قوتها الشرائية مع الحجم الكلي للإنتاج، وأنه كلما اّخر المستهلكين جزءاً أكبر من دخولهم كلما أدى ذلك إلى قلة الطلب على السلع الاستهلاكية، في حين أن الادخار لو تعادل مع الاستثمار لما كان هناك فقدان للقوة الشرائية.

4. **نظرية التحليل الرياضي:** أو ما عرف بنموذج Harrod، الذي يؤكد على وجود خلل أساسي في النظام الاقتصادي، إذ أن الأزمة الاقتصادية تحصل عندما يكون معدل النمو الفعلي أكبر من معدل النمو المرغوب فيه فتحدث أزمة عجز في الإنتاج ما يدفع المنتجين بزيادة الإنتاج إلى معدلات توسعية عالية إلى المستوى الذي يصبح فيه معدل النمو الفعلي أقل من معدل النمو المرغوب فيه، فيتجه الإنتاج إلى الانخفاض.

5. **نظرية التجديد والابتكار:** J. Schumpeter (1883 - 1950) الذي يرى أن أسباب الأزمات تعود إلى ديناميكية النظام الاقتصادي في تطور الفنون الإنتاجية المستخدمة وفي تغير كمية النقود، أي عندما يكون النظام الاقتصادي في حالة من التوازن الثابت المستقر، ولكن فجأة يظهر ما يعرف بالتدمير الخلاق حسب تعبير شومبيتر الذي يقصد به الابتكار الذي يمثل الحافز على الحركة والنمو، وهذا الابتكار هو الذي يكون مسؤولاً عن نمو النظام وحركته وتطوره، وهو المسؤول أيضاً عن انهياره وتدميره من خلال الانزلاق إلى مرحلة أكبر من الحركة والنمو عندما تعجز الآليات القائمة عن استيعاب كل الابتكارات والاختراعات، وهكذا فإن النظرية تفسر الأزمة انطلاقاً من عواملها المسببة المتمثلة في ظهور الاختراعات والابتكارات الجديدة، أو الإبداع في المجالات المختلفة، وكذلك نشاط حركة الائتمان لتمويل هذه الابتكارات والتجديدات.

6. **نظرية التغيرات البنوية:** للاقتصادي Akerman والتي أوضحت بأن التغيرات في البنى والهياكل هي التي تقف وراء التغيرات والتحولات الاقتصادية، وذكر اكرمان في مؤلفه "البنى والدورات

الاقتصادية" عام 1945 أن هذه التغيرات البنوية هي نتيجة تفاعل ثمانية أنواع من القوى، أربعة منها أساسية أو أولية وهي التقدم التقني، النمو السكاني، التغيرات السياسية والإضرابات، والتأهيل والتحويلات، وأربع قوى ثانوية هي تطور نظام التسليف (الإقراض)، تطور التجمعات، توسع الصناعة على حساب الزراعة، والتحويلات في توزيع الدخل.

7. **نظرية المغالاة:** أو الإفراط في الاستثمار للاقتصادي السويدي G. Castel، الذي يؤكد أن نهاية مرحلة الانتعاش وبداية مرحلة الانهيار تعودان إلى المغالاة في الاستثمار إلى درجة تزيد عن عرض رأس المال، ويرى كاستل أنه طالما أنها لا يمكن لقوى التطور الاقتصادي أن تأتي منتظمة فإن هذا سيؤدي إلى توسع كبير في المعدلات المعتادة للنشاط الاقتصادي، وتتمثل حالات التوسع الكبيرة في فترات من الزواج والانتعاش تنتهي دائماً إلى حالة الكساد والانهيار، ويعتقد كاستل أن استمرار التوسع الاقتصادي وثباته في مرحلة الانتعاش سيؤديان إلى اتجاه منحنى النشاط الاقتصادي نحو الارتداد إلى مرحلة خطيرة هي الأزمة التي تحدث مصحوبة بخسائر جسيمة وفقدان الثقة وإفلاس الكثير من المؤسسات المالية، والسبب في ذلك هو التقديرات الخاطئة للمنظمين، وأهم المؤشرات التي يستدل من خلالها على حدوث الأزمة هو ارتفاع سعر الفائدة الذي يتسم بانخفاضه النسبي في بداية مرحلة التوسع.

8. **نظرية المباريات:**¹ والتي طرحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية"، إذ تؤكد أدوات التحليل الإقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،....)، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخري أن يتخذه، بمعنى آخر قد يكون قرار شراء أصل ما بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخريين بأخذ ذات القرار، حينئذ تبدو الصورة مختلفة، وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استُخدمت لتحليل آزمات العملة أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً.

9. **النظرية السياسية للأزمة:** تُرجع الآزمات الاقتصادية إلى السياسيين الذين (يتلاعبون) في السياسات المالية والنقدية لتحقيق مصالح سياسية وانتخابية، إذ أن العديد من الآزمات الاقتصادية التي حدثت تمثل انحراف إحدى أو كلتا السياسيتين عن المسارات التي من شأنها المحافظة تحقيق الاستقرار المتمثل بالمحافظة على قيمة العملة داخليا أو خارجيا.

¹ لشحاتة عبد الله ، مرجع سابق، ص5

قد يوجد تفسير لمعظم الآزمات الاقتصادية في هذه النظرية أو تلك، فلكل أزمة متغيراتها وظروفها وبالتالي فإن إخضاعها لنظرية معينة يرتبط بتحقق ظروف مماثلة أو قريبة مع الإقرار بأن التطورات المعاصرة في مختلف جوانب الحياة قد تجعل من تشابه الظروف عملية ليست بيسيرة، لكن عملية الاستفادة من التجارب والدروس ليست صعبة.

يتفق الاقتصاديون عبر المدارس الاقتصادية المختلفة على أن المحرك الأساسي للدورات الاقتصادية كان دوماً التغيرات التي كانت تحدث في الطلب وليس تلك التي تحدث في العرض، فقد أثبت تاريخ الأحداث الاقتصادية أن الانحسار والآزمات كانت تحدث اثر انكماش الطلب العام.

الفرع الثالث: الآزمات المالية في الفكر الماركسي

في الفكر الماركسي، تُعتبر الآزمات المالية جزءاً جوهرياً من التفسير الهيكلي للرأسمالية. كارل ماركس وغيره من المفكرين الماركسيين يرون أن الآزمات المالية ليست حدثاً عرضياً أو مؤقتاً، بل هي ظاهرة متأصلة في طبيعة النظام الرأسمالي. تعود هذه الآزمات إلى التناقضات الداخلية للرأسمالية، التي تولد تفاوتاً بين الإنتاج والاستهلاك.

أولاً: الأسباب الماركسية للآزمات المالية:

1- التراكم الرأسمالي:¹ في الرأسمالية، يسعى الرأسماليون إلى تعظيم الربح من خلال الاستثمار في وسائل الإنتاج وتراكم رأس المال. هذا السعي يؤدي إلى الإفراط في الإنتاج مقارنة بالطلب الحقيقي في السوق، وهو ما يُعرف بـ"أزمة فرط الإنتاج". مع زيادة الإنتاج وتقلص القوة الشرائية للعمال (الذين يمثلون معظم المستهلكين)، يحدث فائض في السلع وعدم قدرة على بيعها، مما يؤدي إلى انهيار الأسعار وتفاقم الآزمات المالية.

2- التناقض بين رأس المال والعمل: الآزمات في الفكر الماركسي تنبع أيضاً من التناقض بين رأس المال والعمل. في الرأسمالية، يتم استغلال الطبقة العاملة من قبل الرأسماليين الذين يسعون لزيادة الأرباح. هذا يؤدي إلى تراكم الثروة في أيدي قلة من الأثرياء، في حين تبقى الغالبية العظمى من العمال تعاني من ضعف الأجور. هذا التفاوت يساهم في تقليص القدرة الشرائية للعمال، مما يعيق الاستهلاك ويعزز حدوث الآزمات.²

3- الدورات الاقتصادية: يرى ماركس أن الآزمات المالية هي نتيجة حتمية لدورات رأس المال في النظام الرأسمالي. كل فترة من التوسع الاقتصادي والازدهار يتبعها فترة من الانكماش والركود. هذا

¹Marx, Karl. Capital, Volume I. Penguin Classics, 1990, pp. 767-770.

²Marx, Karl. Capital, Volume II. Penguin Classics, 1992, pp. 375-378.

يحدث لأن الرأسمالية تعتمد على الربح المستمر، ولكن نظرًا للتفاوت بين الإنتاج والاستهلاك، فإن الأسواق لا تستطيع الاستمرار في استيعاب المنتجات بشكل دائم. هذا يخلق دورة مستمرة من الآزمات المالية التي تزداد تعقيدًا مع تطور الرأسمالية.¹

4- الفقاعات المالية: في الفكر الماركسي، يُعتبر النظام المالي الرأسمالي أداة لتفاد الآزمات. البنوك والمؤسسات المالية تلعب دورًا في خلق الفقاعات المالية من خلال الإقراض المفرط والمضاربات المالية. عندما تنفجر هذه الفقاعات، كما حدث في أزمة 2008، فإنها تؤدي إلى انهيارات اقتصادية عالمية.²

الآزمات المالية، من وجهة نظر الماركسية، هي نتيجة طبيعية للتناقضات الداخلية للرأسمالية. عدم التوازن بين الإنتاج والاستهلاك، التفاوت الطبقي، ودورات التوسع والانكماش هي الأسباب الرئيسية وراء هذه الآزمات. كما أن دور المؤسسات المالية في خلق الفقاعات المالية يزيد من تعقيد الآزمات ويعزز حدوثها بشكل دوري.

خلاصة يمكن استنتاج أن التفسير الاقتصادي للآزمات عبر مدارس الفكر الاقتصادي شهد اختلافًا ورؤى متباينة، وهناك نظريات تطرقت إلى جوانب أغفلتها سابقاتها وإجمالاً فكل نظرية أتت لتغطي نقص سابقاتها، فالذي يستدعي ضرورة التأسيس للنظريات هو حدوث الآزمات في حد ذاتها وبعد معاينة ودراسة الأسباب بما يتلائم والتوجه الفكري للمدرسة الاقتصادية وبناءً على انتقادات تم توجيهها إلى

المدارس السابقة ونظرياتها يتم التأسيس لنظرية جديدة وقد تكون موجودة أصلاً في السابق إلا أنها لم تلق اعترافاً وربما تكون قد واجهتها معارضة خف أثرها بعدما تبين خلل النظريات السابقة، وبصفة عامة يمكن تقسيم هذه النظريات في توجهين رئيسيين مختلفين هما التوجه الرأسمالي والتوجه الاشتراكي، ولكل منهما نظريات لا تحيد عن أطره ومبادئه الأساسية.

المبحث الثاني: عرض تاريخي لأبرز الآزمات المالية السابقة

عموماً لن يستقيم فهم الأزمة الراهنة ما لم نضعها في السياق التاريخي الأوسع للآزمات في النظام الرأسمالي، فالأزمة الحالية ليست سوى حلقة ضمن سلسلة طويلة دأب هذا النظام على إفرازها، والحقيقة التي لا مراء فيها أن سجل الرأسمالية حافل بآزمات كثيرة وإن تفاوتت في شدتها ووطأتها الاقتصادية والاجتماعية. وتشير الإحصائيات إلى أن النظام الرأسمالي تعرض إلى 38 أزمة مالية في 26 سنة من سنة 1945 إلى سنة 1971، و139 أزمة مالية في 24 سنة من سنة 1973 إلى سنة 1997،

¹Mandel, Ernest. Marxist Economic Theory. Monthly Review Press, 1971, pp. 223-230 .

²Harvey, David. The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism. Profile Books, 2010, pp. 45-52.

أي أن وتيرة وقوع الآزمات قد ازدادت بصورة ملحوظة بمرور الزمن، ومما يذكر في هذا الصدد أن معدل تكرار الآزمات بعد الحرب العالمية الأولى قد أصبح ضعف ماكان عليه قبلها، وطبقا لإحصائيات صندوق النقد الدولي فإن الاقتصاد الأمريكي يتعرض منذ أواخر الأربعينيات من القرن العشرين إلى أزمة انكماش أو ركود كل ست سنوات مع استمرار الأزمة نحو عشر شهور في المتوسط.

وإذا كان الحديث يتكرر عن أزمة الثلاثينات من القرن العشرين فليس ذلك إلا لضخامة تلك الأزمة وفظاعتها والتوجس من أن تقضي الأزمة الحالية إلى فاجعة مماثلة، لذلك ارتأينا انه من المفيد التطرق إلى أهم سلسلة آزمات القرن التاسع عشر في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني نعرض لأزمة الكساد الكبير وأزمة الاثنين الأسود التي شهدتها أسواق المال الأمريكية، أما في المطلب الثالث تم تسليط الضوء على أبرز الآزمات المالية العالمية التي شهدتها أسواق المال من غير الأسواق الأمريكية، وفي المطلب الرابع سرد أزمتي الألفية الجديدة التي ضربت الأسواق المالية الأمريكية.

المطلب الأول: لمحة حول آزمات القرن التاسع عشر

الفرع الأول: سرد أهم آزمات القرن التاسع عشر

كانت الآزمات الاقتصادية في التشكيلات الاقتصادية الاجتماعية التي سبقت الرأسمالية تحمل طابعاً مختلفاً عن الآزمات التي حدثت في عصر الرأسمالية، فقد كانت تتجم بسبب كوارث طبيعية عفوية، أو نتيجة أحداث من صنع الإنسان كالحروب فتصيب القوى المنتجة بالخراب وتحدث فاقة شديدة عند الناس، وكانت هذه الآزمات وتسمى "آزمات ضعف الإنتاج" تتجم عن أسباب غير نابعة مباشرة من جوهر أسلوب إنتاج معين.

ازدادت تقلبات الأسواق المالية منذ بداية نشأتها في القرن السابع عشر ويمكن الإشارة في هذا الصدد إلى عدد من التقلبات التي ظهرت خلال القرنين السابع عشر والثامن عشر¹ حيث ظهرت أولى التقلبات في الأسواق الهولندية التي كانت تعتبر آنذاك من أكثر البلدان الأوروبية تقدماً ورفاهية في التجارة، فقد ارتفعت الأسعار بمعدلات عالية نسبياً، بسبب اشتداد المضاربة على الأصول المتاحة، وفي عام 1720 ارتفعت أسعار شركة البحر الجنوبي في فترة قصيرة جداً من بضع جنيهات إلى مائة جنيه وهذا ما شجع المضاربين إلى دفع هذه الأسعار إلى أكثر من ألف جنيه وهذا في نهاية النصف الأول من نفس العام، غير أن هذه الفقاعة قد انفجرت بعد تشريع قانون يمنع أي شركة من إصدار الأسهم دون منحها امتياز ملكي فانخفضت الأسعار المذكورة حتى عادت بسرعة إلى بداية صعودها.

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 264

وفي العصر الحديث انفجرت أول أزمة خفض إنتاج ذات صفة دورية واضحة في إنكلترا عام 1825، وأدت هذه الأزمة إلى تقليص الإنتاج، وحدثت أزمة تسليف ونقد، وتراجع التصدير، وانتشار البطالة والفقر، أما أزمة خفض الإنتاج الدورية التالية فقد ظهرت في النصف الثاني من عام 1836، وشملت جميع فروع الصناعة في إنكلترا وأدت إلى هبوط شديد في حجم التصدير، ثم بدأت مرحلة ركود طويلة امتدت حتى عام 1842، ثم اندلعت أزمة اقتصادية جديدة في عام 1866 بسبب بعض الحروب التي وقعت بين الدول الأوروبية، فسبب ذلك توتراً اقتصادياً كبيراً في أوربا، وتعد أزمة عام 1866 أقدم الآزمات المالية التي عرفها العالم، حيث تعرضت عدد من البنوك البريطانية للإفلاس، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني.

وظهرت أزمة أخرى في عام 1882، وأزمة تالية في عام 1890، وانتشرت أزمة كبيرة في أوربة في عام 1900 تلتها أزمة عام 1907 وأزمة 1913، أما أعنف أزمة حدثت في القرن العشرين فهي أزمة 1929 - 1933 التي هزت العالم، وكانت لها سمعة مدوية، وتلتها أزمة 1974 - 1975 التي أعلنت ولادة مرحلة جديدة من مراحل تطور الرأسمالية، وتعدّ أزمة فترة 1981 - 1983 أشدّ عنفاً من أزمة السبعينات السابقة.

الفرع الثاني: خصائص آزمات القرن التاسع عشر

يسمح لنا الجدول المقابل بتتبع سير آزمات القرن التاسع عشر عن قرب في البلدان الرأسمالية ورصد أهم خصائصها:

جدول رقم 2-2: تسلسل تاريخي بياني للآزمات الكلاسيكية للقرن التاسع عشر

تاريخ الأزمة	البلدان القائدة	مميزات الدورة	خصائص الأزمة
1825	انجلترا	مضاربة مكثفة حول استثمارات أمريكا الجنوبية، أول أزمة حقيقية لازمة الفائض الإنتاج الصناعي.	أزمة البورصة انهيار الأسعار ثورات عمالية
1836	انجلترا	المضاربة المالية	أزمة مالية، صراعات اجتماعية
1847	انجلترا	المضاربة على صناعات السكك الحديدية	أزمة صرف، فوضى مصرفية
1857	أمريكا	المضاربة على صناعات السكك الحديدية في الولايات المتحدة	أزمة البورصة
1866	انجلترا	المضاربة، أزمة القطن في انجلترا	الأزمة المصرفية في انجلترا وفرنسا
1873	ألمانيا/لنمسا	المضاربة، انتقال حق الأزمة	انهيار البورصة في برلين، فيينا، نيويورك
1882	فرنسا	ازدهار خاص بفرنسا	أزمة البورصة، فزع في السكة الحديدية في الولايات المتحدة.
1890	انجلترا	تجمعات صناعية، استثمار خارج انجلترا	أزمة بارينغ في انجلترا

المصدر: محمد لخضر بن حسين، مرجع سابق، ص: 26-27

في ضوء معطيات الجدول يمكن تقديم الملاحظات التالية:

- نحن أمام دورات اقتصادية متتالية تتراوح فترتها من أزمة إلى أخرى بين 7 و 11 سنة، ولكن يظهر أن الفترة الغالبة عموماً هي 11 سنة وهو ما يتفق عليه الاقتصاديون بصفة عامة حول فترة الأزمات خلال القرن التاسع عشر.
- كانت انجلترا البؤرة الأساسية للأزمات حتى الخمسينات من القرن التاسع عشر، فانطلاقاً من هذا البلد ستعمم الأزمة وتنتشر، ومع مرور السنوات يتحول مركز الأزمات وينتقل إلى الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف القرن التاسع عشر.
- غالباً ما تحدث الأزمة انطلاقاً من المجالات التجارية، المالية والنقدية، ومن هنا تبرز أهمية المجال المالي في حدوث الأزمات وتوسيعها فهذا المجال هو مركز المضاربات على قيم البورصات التي توجه عملية الاستثمار.
- تظهر الأزمات المالية في أزمات البورصة، الأزمات المصرفية، وانهيار البورصات التي تعبر عن تدهورات مالية تشكل كل جوانب الحركات النقدية والمالية مما يؤدي إلى اضطرابات عميقة في مجال التداول والتبادل.

المطلب الثاني: أزمة الكساد الكبير وأزمة الاثنين الأسود

الفرع الأول: أزمة الكساد الكبير

- أولاً: الظروف الدولية التي سبقت الأزمة تميزت بالأحوال النقدية التي شهدتها أوروبا عقب نهاية الحرب بالفوضى والاضطراب، والتقلبات العنيفة برزت أهم مظاهرها في:¹
- انتشار التضخم في غالبية الدول الأوروبية نتيجة للتمويل التضخمي للحرب؛
 - انهيار الثقة في الجنيه الإسترليني؛
 - انخفاض القوة الشرائية لعملات وسط أوروبا؛
 - تقلب أسعار الصرف؛
 - استنزاف الرصيد الذهبي لمعظم الدول الأوروبية بسبب تصديرها لفائض احتياطياتها من الذهب من أجل معالجة اختلالات موازين مدفوعاتها؛

¹ رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف (دراسة في اثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث)، عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1987، ص: 85-91

- بروز مشكلة المدفوعات المتمثلة في مشكلة الديون ودفع تعويضات الحرب، والتي لم تجد لها الدول الرأسمالية حلاً غير تحميل عبء دفع التعويضات لألمانيا وبعد حصولها على التعويض من ألمانيا طبقاً لمعاهدة فرساي تقوم بدفع ديونها لصالح الولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما شكل معضلة حقيقية بسبب وضعية الاقتصاد المحطم بسبب الحرب.

إزاء هذه الظروف المعقدة أصبحت القضية الرئيسية التي تشغل بال السياسة والاقتصاديين في العالم هي الإصلاح النقدي وهذا ما سعوا لتحقيقه عبر عقد مؤتمرات عالميين، أولهما في بروكسل عام 1920، والثاني في جنوة عام 1922 والذي تقرر فيه الآتي:¹

- التخلي عن قابلية تحويل الأوراق النقدية إلى قطع ذهبية، وحصرها فقط بالسبائك الذهبية التي قد تستخدم من أجل تمويل الصفقات الدولية الكبرى.

- الإقرار رسمياً بقبول المصارف المركزية العملات إلى جانب الذهب كاحتياطات.

تلا ذلك قيام معظم الدول الرأسمالية الكبرى خاصة منها الولايات المتحدة، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، القيام بترتيبات الإصلاح النقدي أفضت في النهاية إلى العودة إلى قاعدة الذهب، ولم يحل عام 1928 حتى امتثلت معظم دول العالم لقواعد اللعبة في صورتها الجديدة.

ثانياً: اندلاع الأزمة وانتشار الكساد

بعد ست سنوات من ارتفاع أسعار الأسهم بشكل عام وتضاعف مؤشر Dow Jones خلال الفترة (1920-1926) وتزايد معدلات نمو الاقتصادات السوقية المتقدمة وتعاضم الأرباح المتراكمة للشركات الكبرى، في منتصف عام 1928 بلغت مكاسب المؤشر المذكور حوالي 42 بالمائة، واستمر هذا الاتجاه المتصاعد في أسعار الأدوات المتداولة حتى بداية سبتمبر 1929، ففي 5 سبتمبر تبين أن هذا الاتجاه اللولبي التصاعدي لا يمكن أن يستمر، فتوقع استشاري مالي اسمه روجر بابسون Roger Babson بأن انهياراً سيحدث في الأسواق المالية، وفعلاً ظهر أول هبوط في أسعار الأدوات المتداولة، ورغم بعض التعويضات للخسائر التي حدثت في اليومين التاليين إلا أن بؤادر التدهور ومن ثم الانهيار الكبير كانت واضحة فيما بعد² (كما يوضحه الشكل الموالي).

¹ وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للنشر، لبنان، 2001، ص

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 264-265

شكل رقم 2-2: انهيار أسعار السندات بسوق الأوراق المالية خلال فترة الكساد الكبير



المصدر: رمزي زكي، ، التاريخ النقدي للتخلف (دراسة في اثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث)، عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1987، ص 105

كانت البداية هي ما حدث في يوم 24 أكتوبر من عام 1929 في بورصة الأوراق المالية بنيويورك، حيث بيعت في هذا اليوم كميات ضخمة من السندات والأوراق المالية التي تمثل أعظم رأسمال الشركات الكبرى، لتهوي أسعارها إلى أدنى قيمة لها التي استمرت في الهبوط، وزاد الكثيرون من بيع موجوداتهم واستقر الركود حتى العام 1932، فخرس مؤشر داو جونز خلال سنوات الكساد حوالي 90 بالمائة من قيمه، وانخفضت أسعار الأسهم الرئيسية بحوالي 99 بالمائة. أعقب ذلك موجات ضخمة من البطالة وهبوط شديد في حجم الطلب والأسعار وحجم الناتج، فتراكمت السلع في المحلات والمخازن التجارية ولم تجد تصريفا، بعدها انخفض معدل الاستثمار ومعدل الإحلال مما أدى إلى مزيد من الهبوط في مستوى الإنتاج وبالتالي مزيد من البطالة، ومما زاد الموقف حرجا أن السوق العالمية التي كانت ترتبط بأوثق العلاقات مع السوق المحلية قد حدث بها أيضا هبوط مريع في الطلب والأسعار.

فضلا عن ذلك رافق فترة الكساد الكبير موجة واضحة من عدم الثقة والخوف من احتمالات المستقبل، وقد تحولت هذه الموجة لاحقا إلى حالة ذعر مالي فاندفع الأفراد والأجانب لسحب ودائعهم من البنوك وطلب صرف أوراق البنكنوت بالذهب ولما كنت كمية كبيرة من التداول النقدي لا يقابلها غطاء ذهبي فقد أصبحت مؤسسات الائتمان عاجزة عن الدفع فتعرضت بذلك للإفلاس حيث بلغ عدد البنوك المفلسة خلال سنة 1932 فقط أكثر من 1456 بنك، أما في دول أوروبا الصناعية فقد كانت وطأة الأزمة شديدة، فقد رافق انهيار الأسواق المالية الأمريكية تدهور عام في المؤسسات المصرفية والأسواق

المالية الأوروبية والذي بدأ بانهيار أحد البنوك السويسرية فعم الكساد والبطالة كافة النشاطات الاقتصادية، حيث

انخفض حجم الإنتاج الصناعي وتدهورت معدلات الاستثمار والنمو، وانخفضت الأسعار ومعدلات الربح بسرعة واضحة، كما تراكمت السلع في الأسواق لا تجد تصريفاً، وعليه تفشت ظاهرة البطالة بشكل كبير فقد بلغ عدد العمال العاطلين سنة 1931 في ألمانيا خمسة ملايين عاطل، وفي النمسا 500 ألف عاطل.¹

إن استمرار الكساد لعدة سنوات قد تمخض عن هبوط شديد في الكفاءة الحدية لرأس المال، والذي انخفض دون مستوى أسعار الفائدة السائدة فسادت حالات فخ السيولة وعدم توافق الادخار مع الاستثمار، حيث صار من غير الممكن تحفيز الاستثمار عند أي سعر موجب للفائدة ومهما انخفض هذا السعر. كما ساهم نقص المعلومات وعدم انتشارها العاكس لعدم شفافية العمل في الأسواق المالية في تفاقم الأزمة العالمية الكبرى واستمرار شدتها، فضلاً عن قيام المضاربين بمخاطر كبيرة لم يتم احتساب عواقبها السيئة، وكل ذلك خلق حالة من الفرع المالي وانهيار الثقة بالوسطاء والمؤسسات والأسواق.

في ظل تلك الظروف بقيت تأثيرات عوامل الاستثمار التقليدية المستمدة من الدخل والفائدة معطلة تقريباً، مما دفع الحكومات الغربية إلى التدخل المباشر من خلال تجارب السياسة الجديدة New Deal لروزفلت في الولايات المتحدة، وليون بلوم في فرنسا، وشاخت في ألمانيا، ليزداد بذلك الإنفاق العام غير المعتمد على المصادر التقليدية للإيرادات العامة وتبنت المصارف الحكومية إجراءات تحفيزية للاستثمار ووجهت الأجهزة الرسمية لمتابعة نشاطات الوسطاء والمضاربين.²

يمكن تلخيص أسباب أزمة 1929 في جملة من الانحرافات عرفت لها أسواق رؤوس الأموال منها:³

- نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي: والتي كانت تتصف بالضآلة (10 بالمائة) ولأن عدداً من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقداً للثقة في أن السوق ستستعيد توازنها، وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي وذلك بيع الأوراق محل المعاملة وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق، ونجم عن ذلك المزيد من تدهور الأسعار.

¹ رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1989، ص ص: 105-109

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 265-266

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 143

- البيع على المكشوف: حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف وذلك ببيع الأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، ولعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع وبصفة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.

- الممارسات غير الأخلاقية: ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد العظيم: البيع الصوري، الشراء بغرض الاحتكار، استغلال ثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

لقد كان واضحا أن الكساد الذي بدأ في الولايات المتحدة في أكتوبر 1929 سينتشر خارجها وذلك لأهمية ومكانة الولايات المتحدة في الاقتصاد العالمي، ففي سنة 1929 كان الإنتاج الصناعي الأمريكي يمثل 46 بالمائة من الإنتاج الصناعي لأربع وعشرين دولة من أكبر الدول الصناعية، وبلغ مقدار الأموال التي وظفتها الولايات المتحدة في نفس السنة ما يفوق 20 بالمائة، وفي ذروة الكساد انخفضت قيمة الواردات والاستثمارات الأمريكية 22 بالمائة مما كان عليه سنة 1919، وبهذا يتضح جليا السر في انتشار الكساد العالمي إلى الدول الأخرى، وقد كان سير الحوادث أثناء الكساد كالاتي:

انخفاض القروض الأمريكية ➔ انخفاض أسعار السلع العالمية ➔ انكماش التجارة ➔ حدوث الأزمة العالمية

كان الأثر الأول للكساد سحب الأموال الأمريكية والمطالبة بسداد الديون على وجه السرعة، إذ أدى انخفاض الطلب الأمريكي والعالمي على السلع المختلفة إلى وجود فائض كبير منها نتج عنه انخفاض شديد في الأسعار، وقد أدى ظهور عجز كبير في موازين الدول وانخفاض أسعار عملاتها إلى ضرورة البحث عن وسائل لتشجيع الصادرات ولذا لجأت الدول واحدة تلو الأخرى إلى الخروج عن قاعدة الذهب، ثم بدأ انكماش القروض الأمريكية في سنة 1928 عندما دب الرواج الكبير في بورصة الأوراق المالية في نيويورك، وأصبح من المربح للمستثمرين تحويل أموالهم من الخارج واستغلالها في عمليات المضاربة، وكانت ألمانيا أكثر الدول التي عانت من جراء ذلك حيث أنها كانت الميدان الكبير لاستثمار الأموال الأمريكية.¹

¹ وليد احمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،

ثالثاً: الخروج من أزمة الكساد الكبير

دفعت الأزمة الاقتصادية بالاقتصاديين والسياسيين من أجل بلورة حلول للخروج منها، وقد أخذت ثلاث توجهات رئيسية هي:¹

1: التوجه الرأسمالي

انتقد كينز النظرية الكلاسيكية* وفكرة التوظيف الكامل للأسواق فاقترح دون الإطاحة بالنظام الرأسمالي إلى تدخل الدولة من أجل الخروج من أزمة الثلاثينات، بزيادة الإنفاق العام من خلال العجز الموازي.

2: التوجه اليساري

لم يتضرر الاتحاد السوفياتي من الأزمة لأنه كان بمعزل عن المجموعة الرأسمالية العالمية، ومنذ سنة 1928 اتجه الاتحاد السوفياتي نحو التخطيط الخماسي أين يتم تنفيذ برنامج إنتاجي وفق مخطط مدته خمس سنوات. لقد عززت أزمة 1929 من ثقة الاتحاد السوفياتي لتبني النظام الاشتراكي، حيث ساهم استقرار الاتحاد السوفياتي في زمن الأزمة في تشجيع التيارات الاشتراكية المتواجدة في نطاق الدول المتضررة من الأزمة.

3: التوجه اليميني المتطرف

مثل صعود الديكتاتورية في دول أوروبا رد فعل ضد موجات التطرف الرأسمالي والاشتراكي، فتوجه الزعماء في هذه الدول مثل هتلر في ألمانيا إلى مراقبة اقتصادياتهم للخروج من الأزمة من خلال الشركات وتنمية روح المواطنة في نفوس شعوبهم.

اهتمت هذه الأنظمة بمكافحة المد الشيوعي في أوروبا، كما رأوا أن المناسب لدولهم هو أخذ موقف العزلة وغلق الاقتصاد المحلي من أجل إعادة بناء اقتصاداتهم وتقوية هياكلها بانتهاج تدابير حمائية وتشجيع المنتجات البديلة، كما تم إعادة بعث الصناعة العسكرية من جديد منذ سنة 1935، وبذلك تمكنت ألمانيا من الخروج من الأزمة.

¹Pierre Lamontagne, Cégep, <http://www.cvm.qc.ca/pitlamon/module08.htm> (25/05/2020)

* تم توجيه انتقاد للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية باعتبارها لا تضمن استمرارية قيامها في ظل تركيزها على مبدأ حرية الأسواق.

الفرع الثاني: مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية لغاية أزمة الثمانينات

بشكل عام يمكن القول بأن الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية تنقسم إلى مرحلتين:¹

ربع قرن من الازدهار حتى نهاية الستينات وبداية

السبعينات؛

بداية الآزمات منذ منتصف السبعينات.

ومن أجل المحافظة على استقرار العلاقات الاقتصادية الدولية وتقادي ما حدث قبيل الحرب من أزمة الكساد تم الاتفاق على إنشاء عدد من المؤسسات المالية الدولية تمت صياغة أسسها المؤسسية في مؤتمر بريتون وودز المنعقد في يوليو من عام 1944، وتمخض الأمر عن إنشاء مؤسستين هما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، وهما يتعاملان مع قضايا التمويل والنقد على المستوى العالمي.

عكس نظام بريتون وودز السمات الأساسية للوضع القائم في الاقتصاد والعلاقات الدولية الرأسمالية بنتيجة الحرب العالمية الثانية:²

- السيطرة العسكرية، السياسية، والاقتصادية الكبيرة للولايات المتحدة؛
- عدم قدرة بريطانيا على المحافظة على دور الجنيه الإسترليني كنقد دولي؛
- الحاجة الموضوعية لتسوية احتكارية الدولة العالمية للعلاقات النقدية.

استغرق تجديد وتكوين نظام نقدي دولي لما بعد الحرب وقتاً أطول، حيث لم يصبح هذا النظام عملياً وموضع تنفيذ إلا في نهاية الخمسينات، في هذه المرحلة ساد استقرار كبير في أسعار الصرف وفقاً لاتفاقية بريتون وودز التي ربطت معظم العملات بالذهب عن طريق الدولار، ومع نهاية الخمسينات (سنة 1958) نجحت أوروبا في تحرير عملاتها لتصبح قابلة للتحويل، وفي نفس الوقت تقريباً تم الاتفاق على إنشاء السوق الأوروبية المشتركة، وعلى الجانب الآخر نجحت معظم الدول الاشتراكية بدرجة معقولة من النجاح في التخلص من آثار الحرب والبدء في بناء اقتصاديات أكثر ديناميكية.

رغم بداية الحرب الباردة، فقد كان ربع القرن التالي لنهاية الحرب العالمية الثانية فترة ثرية بالآمال والتطلعات، فالنمو الاقتصادي يتزايد في معظم أرجاء المعمورة بعد ذكريات الركود المريرة لما قبل الحرب والأزمة العالمية في الثلاثينات، كما عرف العالم استقراراً معقولاً في أسعار الصرف، وفي توازن العلاقات الدولية وفي نمو التجارة الدولية وانتقالات رؤوس الأموال دون اختلالات خطيرة، غير أنه وبعد

¹ حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة، مصر، 1998، ص ص: 205-208

² أ.ف. اينكين، ترجمة: غسان رسلان، الأزمة النقدية في الغرب، منشورات وزارة الثقافة والإرشاد القومي، دمشق، سوريا، 1976، ص 98

ربع قرن بدأت الصورة تهتز منذ نهاية الستينات وبداية السبعينات، فحرب فيتنام استمرت لأكثر مما هو متوقع وانعكست آثارها الاقتصادية على الاقتصاد الأمريكي الذي أمسك بزمام القيادة طوال الفترة السابقة، فبدأ يظهر العجز في ميزان المدفوعات يُرافقه عجز في الموازنة، ولم يحل دون ارتفاع الأسعار الداخلية الأمريكية إلا انتقال الاستثمارات الأوروبية إليها، وفي نفس الوقت بدأ التوازن النسبي يختل فالولايات المتحدة الأمريكية بدأت تعرف فتورا في تقدمها الاقتصادي مع بداية ظهور انضباط الإنتاج الأوروبي وظهور القوة الاقتصادية لليابان، ومع هذا التغير في التوازن النسبي للاقتصاد العالمي بدأ الحديث ينتقل من أزمة نقص الدولار إلى أزمة فائض الدولار وبداية الضغط عليه، واضطرت الولايات المتحدة إلى التخلي عن استقرار الدولار على مرحلتين:

1. ففي مرحلة أولى سنة 1968 بدأ يظهر للذهب سعر آخر غير السعر الرسمي (35 دولار للأوقية)؛
 2. وفي أوت من سنة 1971 أعلن نيكسون عن تخلي الولايات المتحدة الأمريكية كلية عن حماية سعر الدولار وفقا لاتفاقية بريتون وودز.
- وهكذا انهار نظام النقد الدولي القائم على استقرار أسعار الصرف وثبات الدولار بالنسبة للذهب، وبدأ العالم يدخل في مرحلة من التيه وعدم الوضوح.
- مع بداية السبعينات، أصدر نادي روما سنة 1972 تقريره الشهير عن "حدود النمو" منبئا بأن التقدم والنمو لا يمكن أن يستمر إلى ما لانهاية، وأن هناك حدودا على إمكانات النمو سواء من حيث مدى توافر الموارد أو من حيث آثار النمو على إهدار البيئة وتلوثها، وهكذا بدأت نغمة الشك والإحباط تغلب على روح التفاؤل التي عرفها العالم خلال ربع قرن منذ نهاية الحرب العالمية.
- في هذه الأثناء قامت حرب أكتوبر في سنة 1973 رافقتها صدمة النفط الأولى (1973-1974)، ثم الثانية سنة 1978 وفيها ارتفع سعر النفط من أقل من ثلاث دولارات في نهاية 1973 إلى حوالي 36

دولار في نهاية 1979، وبذلك سقط أحد أعمدة الاستقرار في العالم، وهو توافر موارد الطاقة الرخيصة، ومع ثورة النفط عرف العالم من جديد اختلالات هائلة في الأسعار وفي موازين المدفوعات بين الدول، فارتفع معدل الرقم القياسي للأسعار في معظم الدول إلى رقمين حتى ثلاثة أرقام بعد أن ظلت لأكثر من عشرين عاما أقل من 9 بالمائة، وارتفعت المديونية الدولية لدول العالم الثالث من أقل من 70 مليون دولار في سنة 1970 إلى أكثر من ألف بليون دولار في الثمانينات، وانتقل العالم من وضع النمو المستمر والمستقر إلى أشكال جديدة غير مسبوقة من الركود التضخمي حيث يجتمع التضخم والكساد معا، وكان المعروف أن أحدهما نقيض الآخر.

تعددت الآزمات، فبعد أزمة الغذاء جاءت أزمة الطاقة، ثم أزمة الديون الدولية وخاصة للدول النامية، وفي بداية الثمانينات (سنة 1982) أعلنت المكسيك عدم قدرتها على الدفع، فأعادت إلى الأذهان ذكريات أليمة كان العالم قد نساها منذ وقت طويل، وفي نفس الوقت فإن نظام النقد الدولي واستقرار أسعار الصرف والتي وضعت أسسه اتفاقية بريتون وودز انهار تماما بعد عام 1973، وتركت الدول عملاتها للتعويم، وهكذا تميزت المرحلة الثانية منذ منتصف السبعينات بتعدد الآزمات وظهور الاختلالات، وبدأت تعود من جديد الاضطرابات المالية في أسواق الصرف وفي البورصات، فتعددت الآزمات المالية في طوكيو وهونج هونغ، كما انهارت بورصة نيويورك في نهاية الثمانينات (سنة 1987) والتي سنتطرق إلى أهم جوانبها في العنوان الموالي.

الفرع الثالث: أزمة الاثنين الأسود

أولاً: بداية أزمة الاثنين الأسود وانتشارها¹

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 بخلل في التوازن بين العرض والطلب على مستوى الأسواق الحاضرة وسوق العقود المستقبلية بسبب سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، إضافة إلى أن هذا الخلل أصاب كافة الأسهم، فقد كان كبيراً لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته سواء كانوا سماسرة أو تجار الصفقات الكبيرة، فبعد مرور ساعة كاملة منذ دق جرس الافتتاح لم يبدأ التعامل على حوالي ثلث الأسهم التي يتكون منها مؤشر داو جونز بسبب الخلل الشديد في التوازن، ففي بورصة نيويورك انخفضت أسعار الافتتاح في الأسهم التي بدأ التعامل عليها بحوالي 10 بالمائة عما كانت عليه أسعارها عند الإقفال في يوم الجمعة، وعند حوالي الساعة الحادية عشر بدا التعامل على السواد الأعظم من الأسهم، كما بدا أنه تم مواجهة الخلل في التوازن والتخلص من الكم الهائل من أوامر البيع التي تجمعت حتى لحظة الافتتاح، غير أنه في المقابل كان واضحاً أن الإمكانيات المالية لصناع السوق تلاشت، ويتضح ذلك في بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية أين انسحب معظم صغار صناع السوق إما اختيارياً أو تحت ضغط المنشآت القائمة على تصفية وتسوية

حسابات الصفقات، أما في بورصة نيويورك فمع وصول كميات كبيرة من أوامر البيع في فترة ما بعد الظهر لم يكن لدى صناع السوق القدرة على مواجهة الخلل دون أن يترتب على ذلك هبوط شديد في سعر تنفيذ الصفقات أدى إلى ضعف سيولة كل من السوق الحاضر وسوق العقود، وأصبح من المستحيل التنفيذ الفوري للصفقات التي ترد إلى السوق إلا بتكلفة عالية تمثلت في الانخفاض الشديد في سعر السهم

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، مصر، ص ص: 583-

الذي تتضمنه الصفقة، إذ بلغت خسارة مؤشر المتوسط الصناعي لـ داو جونز أكثر من 500 نقطة أي بحوالي 23 بالمائة*.

رغم استمرار تدهور الأسعار حتى اليوم الموالي إلا أن أوامر البيع لم تتوقف، بل زادت سرعة تدفقها مما يدل على أن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيداً من الذعر، وبعد ظهر الثلاثاء بوقت قصير أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي أسواق الاختيار وأيضاً في أسواق العقود المستقبلية، وبدأ واضحاً أن الإمكانيات المالية لصناع السوق قد نضبت، وأن المخرج الوحيد للآزمة هو البحث عن أطراف أخرى من خارج السوق للمساعدة في إزالة الخلل وهذا ما حدث فقد تدخلت الشركات الكبرى لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل البنك المركزي وذلك بحثاً البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية، وباقترب الإقفال من نفس يوم الثلاثاء بدأت أسعار الأسهم تتجه إلى الصعود مما أعاد لصناع السوق جزءاً لا بأس به من الموارد المالية التي مكنتهم من مباشرة نشاطهم وهو ما انعكس إيجاباً على مستويات الأسعار في الأسواق الأمريكية في يوم الأربعاء 21 أكتوبر.

بالرغم من أزمة 1987 ارتبطت بيوم الاثنين 19 أكتوبر من نفس السنة إلا أن الهبوط في الأسعار كان قد حدث بالفعل في فرنسا، نيوزيلندا، وإسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات ليستمر الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع 16 أكتوبر، غير أن الانخفاض عند الافتتاح في يوم الاثنين كان كبيراً حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6 بالمائة مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق.

وفيما يخص خسائر الشركات المتعاملة فقد بلغت أكثر من 500 مليار دولار في الولايات المتحدة في يوم واحد، وبلغت قيمتها على المستوى العالمي إلى أكثر من تريليون دولار.

ثانياً: الخروج من الأزمة: استجبت الاضطرابات الخطيرة التي خلفتها أزمة أكتوبر في المعاملات النقدية والمالية الدولية تدخل السلطات النقدية في كل الدول التي شملتها الأزمة بهدف معالجتها ووضع الأسس الكفيلة بعدم تكرارها، ومن أهم أشكال هذا التدخل:¹

- إيقاف التعامل مؤقتاً في بعض البورصات؛
- استخدام سياسة تخفيض أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية؛

* كان هذا الهبوط اشد مما حدث في 29 أكتوبر 1929 والذي بلغ 12 بالمائة.

¹ مروان عطفون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 206

- لجوء بعض الدول لشراء عدة مليارات من الدولارات بعملاتها الوطنية للحد من انخفاض قيمة الدولار مقابل عملاتها المحلية؛
 - قيام الحكومات بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات، والحد نوعا ما من اشتداد المضاربات؛
 - مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية، وخاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار؛
 - استخدام إجراءات اقتصادية أكثر شمولية وفعالية في مواجهة مثل هذه الآزمات؛
 - لجوء بعض الحكومات إلى فتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات كما حصل في هونغ كونغ؛
 - إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراء تخفيض آخر في عجز الموازنة العامة؛
 - قيام الولايات المتحدة الأمريكية بالضغط على ألمانيا الاتحادية من أجل تخفيض أسعار فائدتها لإيقاف تدهور الدولار مقابل المارك؛
 - تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل؛
- وبالفعل ساهمت هذه الإجراءات نوعا ما في إعادة الاستقرار تدريجيا إلى الأسواق المالية. ومما يستحق الإشارة أن تدخل البنك الفدرالي في يوم الثلاثاء المصادف 20 أكتوبر قد أدى إلى استعادة الأسواق لأوضاعها الاعتيادية وبذلك وضع حدا للانهيال فلم تتكرر تجربة أزمة عام 1929.

المطلب الثالث: أهم الآزمات المندلعة من خارج الأسواق المالية الأمريكية

شهدت فترة التسعينات تقلبات عديدة في الأسواق المالية الدولية في مناطق مختلفة من العالم، لذلك سوف نحاول من خلال هذا المطلب استعراض أهم الآزمات التي شهدتها الأسواق العالمية الأخرى من غير الولايات المتحدة الأمريكية والتي كان لها تأثير محسوس في النظام المالي العالمي.

الفرع الأول: أزمة النمو الآسيوية

أولا: البيئة التي سبقت نشوب الأزمة

شهدت منطقة جنوب شرق آسيا على مدى أكثر من عقدين تزايد لافتا في معدلات النمو الاقتصادي والذي أدى إلى انتقال دول هذه المنطقة من دول نامية إلى دول متقدمة اقتصاديا وصناعيا بتحقيق معدل سنوي لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بلغ 7.5 بالمائة خلال الفترة من 1985-1995، لتتزايد الاتجاهات التفاؤلية بشأن مستقبل المنطقة، وعجزت معدلات الادخار عن ملاحقة معدلات

الاستثمار المحلية التي تجاوزت القدرات التمويلية الذاتية، فارتفع معدل تدفق رؤوس الأموال الخاصة من 1.4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1986-1990 إلى 7.6 بالمائة خلال الفترة 1990-1996.

رافق هذا النمو الاقتصادي تحرير الاقتصاد، الاعتماد المتزايد على آليات السوق وتقليص دور الحكومات في ضبطها، واندماجها على نطاق واسع في الاقتصاد العالمي، وربط أسواقها المالية ربطاً وثيقاً بالأسواق المالية العالمية، وتزايد اعتمادها على تدفقات رأس المال الأجنبي الخاص.

هذه التجربة جعلت كلا من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي يصف هذه الدول بالدول النموذجية التي يجب أن تحذو حذوها باقي الدول المحدودة الدخل، واعتبر مؤتمر الأمم المتحدة حول التجارة والتنمية سنة 1996 أن "نجاح" دول جنوب شرق آسيا هو تجربة يجب تطبيقها في دول أخرى.¹

ثانياً: بداية الأزمة وانتشارها

بدأت الأزمة الآسيوية باعتبارها أزمة عملة سرعان ما تطورت لتقود إلى آزمات في النظام المالي وآزمات تفجر مديونيات، وكان بداية تفجر الأزمة في تايلاند في 2 يوليو 1997 حيث قام ستة من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر البات Baht (عملة تايلاند) وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى انخفاض قيمته بالنسبة للعملات الأخرى، ومع فشل الحكومة في تايلاند في الحفاظ على قيمة عملتها نتيجة تآكل احتياطي النقدي الأجنبي لديها لجأت تايلاند إلى فك ارتباط عملتها الوطنية

بالدولار الأمريكي وشرعت في تعويمها، وتبع ذلك في نفس اليوم انخفاض سعر البات بنسبة 20 المائة، وهو الأمر الذي نتج عنه تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق.

نظراً للروابط القوية بين اقتصاديات دول شرق آسيا كان من الطبيعي أن تنتقل الأزمة إلى الدول الآسيوية الأخرى والتي بدأت عملاتها الوطنية تعاني من التدهور المستمر، وسبق ذلك بقليل انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصاتها.

مع حلول نهاية عام 1997 فقد الوون الكوري الجنوبي نحو نصف قيمته في مواجهة الدولار الأمريكي، وخلال الستة أشهر التالية لبداية الأزمة فقد رأس المال السوقي بالبورصة الكورية بما يقرب 50 بالمائة من قيمته، وقد أدى ذلك إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في كوريا، الأمر الذي دفع العديد من المستثمرين الأجانب إلى الخروج من السوق الكورية.

¹ شذا جمال الخطيب، العملة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا للنشر، عابدين، مصر، 2002،

في ماليزيا، رصد البنك المركزي أكثر من 20 بليون دولار لدعم الرينجيت بعد انخفاض قيمته إلى أقل سعر له منذ 24 سنة، كما انخفضت قيمة مؤشر الأسهم في البورصة الماليزية ما أدى إلى ضعف الثقة في الاقتصاد الماليزي بشكل دفع الكثير من المستثمرين إلى الخروج من السوق الماليزي، وقد استنزفت الأزمة نحو 137 بليون دولار خلال أشهر قليلة الأمر الذي دفع الحكومة الماليزية إلى إرجاء تنفيذ العديد من مشروعات البنية التحتية مع وضع قيود على واردات السلع الاستهلاكية وخروج رؤوس الأموال.

وفي تايوان انخفضت أسعار الدولار التايواني، وحدثت اضطرابات في بورصات الأسهم حيث انخفض مؤشر سوق المال بنحو 20 بالمائة، وفي سنغافورة تدخلت السلطات النقدية لدعم الدولار السنغافوري بعد تراجعته إلى أدنى مستوياته منذ أوائل عام 1994 إذ انخفضت قيمته في 12 يناير 1998 بنحو 25 بالمائة من المستوى السائد في 2 يونيو 1997، كما انخفض مؤشر بورصة سنغافورة في 28 أكتوبر 1997 بنسبة 24.7 بالمائة من قيمته في أول أغسطس 1997.

أما في اندونيسيا فقد عانت أسواق المال كثيرا بعد قرار الحكومة توسيع نطاق سعر صرف الروبية من 8 بالمائة إلى 12 بالمائة قبل أن تقوم في 14 يوليو عام 1997 بإلغاء نظام سعر الصرف الثابت وتعويم الروبية مع خفض سعر صرفها، ففي فترة أقل من ثلاثة أشهر من بداية الأزمة فقدت الروبية أكثر من 27 بالمائة من قيمتها ما دفع الجمهور إلى التهافت على شراء الدولار والسلع، ودفع المستثمرين إلى تصفية استثماراتهم في اندونيسيا، وقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاضا كبيرا بانخفاض مؤشره في 18 مايو 1998 بنسبة 46.3 بالمائة من قيمته السائدة في 30 يونيو 1997.

بالنسبة للفلبين فقد تراجع سعر البيزو إلى مستويات غير مسبقة، حيث فقد حتى 6 يناير 1998 نحو 71.5 بالمائة من قيمته في أول يوليو 1997، كما انخفض مؤشر الأسهم في بورصة الفلبين بنحو 46 بالمائة من قيمته السائدة في يونيو 1997.

في هونغ كونغ، رفعت للسلطات الحكومية سعر الفائدة إلى 200 بالمائة فنزحت الأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات بلغ 765.3 نقطة في يوم واحد.

مع اتساع نطاق الأزمة وفي ظل وجود ارتباط بين أسواق دول شرق آسيا والأسواق العالمية، كان لا بد أن تنتقل الأزمة إلى خارج نطاق المنطقة الآسيوية وقد ساعد على ذلك ما يعرف بـ "اثر العدوى"*

* ينشأ هذا الأثر نتيجة اقتناع المستثمرين بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها في الظروف والسياسات الاقتصادية، الأمر الذي ترتب عليه تصفية الاستثمارات ليس فقط في دول شرق آسيا، بل في العديد من الأسواق الناشئة الأخرى التي تتماثل ظروفها مع ظروف دول شرق آسيا.

فخلال عام 1998 بدأ انتقال الأزمة إلى دول أوروبا بإعلان روسيا عن وقف سداد الدين الخارجي لمدة 90 يوما وإعادة هيكلة الدين المحلي في أغسطس 1998، ليمتد أثر الأزمة الروسية إلى دول أوروبا الغربية، كما ساهم التوسع الكبير في تدفقات البنوك الأوروبية إلى دول جنوب شرق آسيا في انتقال الأزمة إلى أوروبا، ولم تكن دول أمريكا اللاتينية بمعزل عن ذلك فقد حققت أسواق الأسهم في كل من البرازيل، والمكسيك، والأرجنتين في 27 أكتوبر 1997 أكبر خسائرها في يوم واحد وتعددت عمليات بيع الأسهم في الأيام التالية. وفي 7 نوفمبر 1997 هبط مؤشر سوق الأسهم في البرازيل بنسبة 6.4 بالمائة، بينما فقد المكسيك 2.42 بالمائة من قيمة مؤشرها، وهبط مؤشر ميرفال للأسواق المالية في الأرجنتين بنسبة 5.1 بالمائة وفي فنزويلا هبط مؤشر بورساتيل بنسبة 3.3 بالمائة. وهكذا تعدت الأزمة الآسيوية نطاقها الإقليمي وباتت تشكل أزمة عالمية متعددة الأبعاد: صرف أجنبي، ديون، مالية، ومصرفية.

تجدر الإشارة إلى أن بورصة نيويورك عادت لتشهد انتعاشا تجاوزت معه الأسواق الأوروبية في حين استمرت الأزمة في أسواق آسيا.¹

ثالثا: أسباب الأزمة وآثارها

هناك من رأى أن أسباب الأزمة تتلخص في أربعة جوانب هي:²

- التحرر المالي الذي يجذب دائما رأس المال الأجنبي المؤدي إلى رفع أسعار العملات.
- الانفجار في الإنفاق: والذي قام رأس المال الأجنبي بتمويله أدى أيضا إلى التضخم في أسعار السندات، وبالضرورة إلى مملكات فقاعية، ويتفاقم كل ذلك عندما تجد البنوك نفسها فجأة حرة في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة وبلا مجازفة تذكر في صرف العملات الأجنبية.
- في معظم الأسواق الناشئة ينظر ملاك ومديرو البنوك إليها ليس باعتبارها استثمارات في أسهم عادية، ولكن باعتبارها مصروف جيب يستطيعون السحب منه من أجل الإنفاق على أي مشروع، وهو ما تجسد في قيام المضاربين بالمضاربة على المشتقات لتحقيق أرباح بالملايين خلال فترة وجيزة.
- تصرفات مجتمع الإدارة المالية الدولية، والتي تصل إلى شبه العمى التام.

عن الآثار التي خلفتها الأزمة فيمكن القول أن ذلك تجسد في عدم اقتصارها عند حدود القطاع المالي ومؤشراته المالية فقط، بل انتقلت وبشكل عميق إلى القطاع الحقيقي في دول شرق آسيا إذ واجهت

¹ عاطف ولیم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص: 265-270

² طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003،

وحدات ومؤسسات قطاع الأعمال صعوبات جمة في الحصول على الائتمان لتشغيل طاقاتها الإنتاجية وسداد التزاماتها بسبب انهيار أسعار صرف العملات الوطنية وانهيار قيم الأصول المالية بها، ومن جانب آخر وكنتيجة لارتفاع نسبة الديون غير المسددة ترددت البنوك في منح الائتمان بشكل خلق أزمة سيولة أدت إلى تراجع معدلات الإنتاج في جميع القطاعات الإنتاجية والخدمية، كما نتج عن ذلك تراجع كل من الإنفاق الاستثماري، الإنفاق الاستهلاكي، ومن ثم أرباح الشركات.

رابعاً: الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية

تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، ولعل أهم هذه الخصائص:

- أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نمواً؛
 - أنها حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد وبدون أي تدرج؛
 - عدم قدرة أحد على التنبؤ بحدوث الأزمة.
- ثمة دروس عديدة مستفادة من الأزمة المالية الآسيوية ينبغي أخذها في الاعتبار لتكون مرشداً للحكومات التي تواجهها أزمات مماثلة، أهمها:¹
- رغم أهمية الاحتياطات الدولية من العملة الأجنبية الكبيرة للاقتصاد المحلي إلا أنها لا توفر الحماية المطلقة، فقد تنفذ عند حدوث أي أزمة هيكلية في ميزان المدفوعات، ومعنى ذلك أن احتياطي النقد الأجنبي يمكن أن يتبخر في حالة وجود أزمة مالية ضخمة بالشكل الذي حدثت به في جنوب شرق آسيا.
 - يرى بعض الخبراء أنه يجب عدم السماح للبنوك المحلية بالتعامل في المشتقات بكل صورها وذلك لمخاطرها الشديدة على الأسواق المالية، حيث أن الأسواق العالمية استخدمت المشتقات بعد عشرات السنين من الخبرة في العمليات المالية وبعد أن توافرت لها احتياطات ضخمة، ومع ذلك هناك كثير من البنوك المركزية في الدول المتقدمة تطالب بإعادة النظر في السماح باستمرار التعامل بها.
 - إن الاستثمارات المباشرة في مشروعات إنتاجية وغيرها لا تزال أكثر الاستثمارات الأجنبية أماناً من وجهة النظر الداخلية، ويرى البعض أنه برغم أهمية البورصة كمرآة تعكس القيمة السوقية للأصول

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص: 285-288

ووسيلة تحويل هذه الأصول إلى أموال أخرى إلا أنه يجب الحذر فيما يتعلق بالمبالغة في نشاط الأجانب في تعاملات الأسهم، حيث يجب ألا تتعدى المعاملات المالية لأغراض المضاربة في البورصة عن 30 بالمائة من جملة المعاملات، أما معاملات الأجانب فيتعين ألا تزيد عن 15 بالمائة لضمان تجنب الاضطرابات المالية والاقتصادية الناشئة عن قرار الأجانب الانسحاب من البورصة.

- إن الأسواق المالية لا تصحح نفسها بنفسها إلا عندما تكون الانحرافات بين العرض والطلب ضئيلة، أما عندما تكون هذه الانحرافات ضخمة كما حدث في الأزمة الآسيوية فإن آليات السوق تعجز عن إحداث التصحيح، وإذا تركت حرة تماما فإنها قد تؤدي إلى كوارث، ولا مفر في هذه الحالات من تدخل قوة من خارج السوق لاستعادة التوازن ممثلة في الحكومات وصندوق النقد الدولي.

- ضرورة دعم وتأهيل القطاع المالي والنقدي بصفة عامة والجهاز المصرفي بصفة خاصة قبل تحرير حساب رأس المال، حيث أدى ضعف الجهاز المصرفي وتحرير حساب رأس المال إلى حدوث الأزمة.

- عدم الاعتماد كلياً في تمويل التنمية على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لحساسيتها الشديدة تجاه التقلبات في سعر الصرف.

- تصور البعض أن الأزمة مقصورة فقط على القطاع المالي وإهمال وجود ارتباط قوي بين النشاط المالي والحقيقي نتج عنه انتقال الأزمة إلى القطاع الحقيقي بصورة سريعة، الأمر الذي أدى إلى تقلص شديد في النشاط الاقتصادي، وقد أدى تراجع النشاط الحقيقي بدوره إلى تعميق الأزمة المالية.

- ضرورة العمل على التصحيح السريع للخلل الذي قد يصيب الاقتصاد العام للبلد قبل أن يتحول إلى كارثة، وهذا ما لم يحدث للأسف في تايلاند، رغم التحذيرات المبكرة وعلى عكس ذلك قام المسؤولون عن السياسة الاقتصادية بمهاجمة أعراض الكارثة بالضغط على العملة المحلية مما أدى إلى تراكم الخسارة في الاحتياط، بالإضافة إلى التباطؤ في التعامل مع مشكلات القطاع المالي وعدم وضوح سياسة البلد هو ما أدى إلى تعميق الكارثة وانتشارها لتشمل اقتصاديات الدول المجاورة، كما يجب على الدول أن تعمل على المحافظة على نظام مالي سليم ومستقر في إطار اقتصاد شامل مترابط.¹

¹ نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا، 1998، ص 118

الفرع الثاني: بعض آزمات دول أمريكا اللاتينية

أولاً: أزمة المكسيك

لعدة سنوات امتدت منذ أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات وُصِفَت المكسيك بالاقتصاد النموذجي، فقد تم في خلال هذه الفترة تنفيذ عدة إصلاحات اقتصادية بتبني سياسات التحرير والخصوصية بمساندة البنك وصندوق النقد الدوليين، رحبت هاتان المؤسساتان بالحلة المكسيكية كقصة نجاح، وشجعتا دولاً أخرى من أمريكا اللاتينية على التمثل بها، فبدأ المستثمرون الأجانب نتيجة لهذه السياسات الاقتصادية النيوليبرالية .

بتوظيف أموالهم بكثافة في المكسيك حتى بلغ دخلها ما يزيد على 90 مليار دولار ما بين 1990-1993، ثلثا هذه الاستثمارات تقريبا كان في شكل استثمارات المحفظة المالية.

كان وراء الفورة الحادة في الاستثمارات الأجنبية في المكسيك عدد من العوامل الداخلية والخارجية، وكان العامل الخارجي الهامّ هو تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية مترافقا مع الركود في هذا البلد وبلدان أخرى، الأمر الذي حث المستثمرين على توظيف أموالهم في المكسيك سعيا وراء نسبة أكبر من الأرباح، كما كانت خطة برايدي Brady لعام 1989 ودخول المكسيك في اتفاقية نافتا Nafta مع الولايات المتحدة وكندا من العوامل التي عززت ثقة المستثمرين الأجانب بالمكسيك، أما العوامل الداخلية الأساسية التي شجعت الاستثمار الأجنبي هي:

- ازدياد الناتج المحلي بمعدل 3.1 بالمائة سنويا بين سنتي 1988 و1994، ومعدل التضخم المتدني الذي هبط من حوالي 145 بالمائة إلى 6 بالمائة، وعملية خصوصية واسعة النطاق للقطاعات المملوكة من قبل الدولة؛

- رجوع رؤوس الأموال التي هربت من المكسيك إلى الولايات المتحدة الأمريكية أثناء أزمة الدين في الثمانينات وسط التوقعات بتحسّن الظروف الاقتصادية في المكسيك في سنوات التسعينات.

أغلب رؤوس الأموال التي دخلت مجددا إلى المكسيك كانت قصيرة الأمد وتهدف للحصول على ربح سريع عبر مضاربات مالية في الأسهم والأوراق المالية في أسواق المكسيك المالية، فقد استخدم جزء بسيط من استثمارات المحفظة المالية لخلق موجودات مادية جديدة، وبالتالي فالكاسب من الاستثمارات الأجنبية كانت وهمية أكثر منها حقيقية، إضافة إلى هذا واجهت المكسيك هبوطا حادا في الادخار المحلي الذي تراجع من نسبة 22 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي عام 1988 إلى 16 بالمائة عام 1994، من جهة أخرى وجهت المكسيك هذه الأموال لتمويل استهلاكها المتزايد للمواد المستوردة، وهو الأمر الذي نجم عنه عجز في الحساب الجاري قدر بـ 30 مليار دولار وهو ما يعادل 8 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي لهذا البلد عام 1994.

في الفترة الممتدة ما بين عامي 1990 و1994 شهدت المكسيك تدفقات مالية قدرت بـ 71.2 مليار دولار دخلت البلاد قامت السلطات المكسيكية باستثمارها في محفظة مالية لتمويل 72 بالمائة من عجز ميزان المدفوعات، وبما أنها مرحلة ازدهار فقد امتلأت المتاجر الكبرى بالسلع وأعطيت الاعتمادات الائتمانية للمستهلكين بسخاء مما أدى إلى تزايد مديونية الأسر والمصارف، وهو ما جعل المكسيك تعيش مستوى معيشي أعلى من قدرتها*.

بعد انتخاب زيديو قررت حكومته في 20 كانون الأول 1994 تخفيض قيمة البيزو بنسبة 13 بالمائة، فأدخلت هذه الخطوة التي جاءت بعد سنة من الاضطرابات المالية الهلع في نفوس المستثمرين الأجانب الذين سحبوا أموالهم إلى خارج المكسيك، خلال اليومين التاليين هربت رساميل بمقدار 5 مليارات دولار إلى خارج البلد ففي يوم واحد خسر البنك المركزي نصف احتياطاته من الدولار، وفشلت السلطات المكسيكية بوقف انهيار البيزو الذي هبطت قيمته من 3.5 بيزو مقابل الدولار إلى 7.5 بيزو في مارس 1995، ونتيجة ذلك خسرت بورصة الأسهم المالية نصف قيمتها بعد أشهر قليلة من تخفيض قيمة البيزو، وانتقلت الأزمة بسرعة إلى بلدان أخرى في المنطقة حيث هبطت بورصة الأسهم فيها بحدة.

في محاولة لمعالجة الوضع أصدرت الحكومة المكسيكية سندات بقيمة 29 مليار دولار سميت تيزوبونوز Tesobonos*، ولكن هذه التدابير فشلت في إعادة ثقة المستثمرين الأجانب. ولم يتوقف التدهور بالوضع المكسيكي إلا بعد تدخل سريع للإنقاذ من الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي بتقديم قرض قدره 40 مليار دولار للمكسيك منها 20 مليار قدمتها الولايات المتحدة.¹

توضح الحالة المكسيكية مخاطر الاعتماد المفرط على التدفق المنقلب للرساميل القصيرة الأمد من أجل تمويل عجز مالي لا يمكن صيانته، فلا يمكن لتدفق الرساميل الخاصة أن يكون بديلا عن المدخرات المحلية، وبأفضل الحالات يمكن أن يكمل الموارد المحلية فقط، ويمكن للدولة أن تخفض من تعرضها لتقلبات الرساميل الخارجية بزيادة ادخاراتها الوطنية. في نفس الإطار طالب كثير من المحللين

* من ناحية أخرى شهدت البلاد تطورين هامين أحدهما اقتصادي والآخر سياسي أديا إلى انهيار البيزو والاقتصاد لاحقا، ويتمثل العامل الاقتصادي في ارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بالتزامن مع انتعاش اقتصادي مما أدى إلى هروب استثمارات المحفظة والرساميل قصيرة الأجل بصورة مفاجئة من المكسيك إلى الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية. أما العامل السياسي، فقد عانت المكسيك في هذه الفترة سلسلة من الاضطرابات والتقلبات السياسية التي أضعفت ثقة المستثمرين، وازداد حذر المستثمرين الأجانب نتيجة هذه الأوضاع، وفشلت السلطات المكسيكية باتخاذ تدابير علاجية قبيل الانتخابات الرئاسية.

* قامت الحكومة المكسيكية بإصدارها كبديل للديون الحكومية المقومة بالبيزو، حيث كانت السندات الجديدة مرتبطة بسعر صرف البيزو مقابل الدولار الأمريكي.

¹ سنغ كفالجيت، ترجمة: رياض حسن، عولمة المال، الطبعة الأولى، المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر والإشهار، الجزائر، 2001، ص

باعتداد خطوات مرحلية ومتتابعة فيما يتعلق بالاستيراد وسياسات التحرير المالي الخارجية، وهم يرون أنه لا يمكن لعمليات التحرير المالي النجاح في غياب سياسة اقتصادية كلية وسليمة.¹

ثانياً: أزمة الأرجنتين

تعرضت الأرجنتين لأزمة اقتصادية حادة بلغت ذروتها في ديسمبر من عام 2001، وقد أدى انفجار الأزمة المالية والاقتصادية في الأرجنتين إلى ظهور موجات عنف من مختلف فئات المجتمع مما قاد إلى إسقاط الحكومة ورئيس الدولة.

بدأت الأزمة في التصاعد منذ عدة أعوام اثر اتجاه الحكومة الأرجنتينية لخفض الإنفاق العام بمقدار 10 مليارات دولار من خلال عدد من الإجراءات على رأسها تخفيض أجور العاملين بالحكومة بنسبة 13

بالمائة، وذلك لدعم سعي تلك الحكومة لدى صندوق النقد الدولي من أجل الإفراج عن قرض لها قيمته 1.3 مليار دولار، ونظراً للرفض الاجتماعي لهذا القرار الذي كان مطلباً لصندوق النقد الدولي اندلعت المظاهرات الضخمة ضد هذا القرار، وبعد مواجهات دامية استقالت الحكومة، وتعاقب عدد من الرؤساء في الأيام العشرة الأخيرة من عام 2001 في محاولة لاستعادة الاستقرار في الشارع الأرجنتيني قبل البدء في مواجهة الأزمة الاقتصادية والمالية.

عقب استقرار الأوضاع الاقتصادية اتضح أن انفجار الأزمة كان محصلة ثلاثة عوامل أساسية:

- الركود العميق الذي عانته الأرجنتين منذ ثلاثة أعوام، حيث بلغ معدل الناتج المحلي الإجمالي نحو 3.4%، 0.5%، 1.4% في الأعوام 2001، 2000، 1999 على التوالي؛
- سياسة الاستدانة من الخارج التي أوصلت الديون الخارجية للأرجنتين إلى 147.9 مليار دولار عام 1999؛

- تفاقم معدل البطالة الذي بلغ 18.3 بالمائة من قوة العمل الأرجنتينية.

هذه الأسباب وأخرى أدت إلى تراكم الضغوط على الاقتصاد الأرجنتيني الذي وصل إلى نقطة العجز عن الوفاء بخدماته ديونه الخارجية، ولم يجد من يمد له يد المساعدة بشكل فوري على غرار ما حدث في الأزمة المكسيكية عام 1995، أو في الآزمات المالية التي مست دول جنوب شرق آسيا بين عامي 1997 و1998 بسبب اختلاف الارتباطات بينه وبين الدول الكبرى المهيمنة على صناعة القرار في المؤسسات المالية الدولية وبالأخص الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر الأرجنتين شريكاً

¹ نفس المرجع، ص 98

اقتصاديا هامشيا، فضلا على أنها منافس للولايات المتحدة في تصدير السلع الزراعية، حتى أن الولايات المتحدة أعلنت أنها غير معنية بإنقاذ الأرجنتين من أزمته، وأن ذلك مسؤولية صندوق النقد الدولي.

وهكذا نجد أن الأزمة المالية والاقتصادية في الأرجنتين هي إعادة إنتاج لا تختلف في شيء إلا في التفاصيل عن الآزمات المالية في المكسيك ودول شرق وجنوب شرق آسيا، فكل هذه الآزمات ناجمة عن الإفراط في الاستدانة، وعن اندماج سياسات اقتصادية غير كفؤة تسببت في عجز الموازين الخارجية، وركود الاقتصاد وتزايد البطالة، ومن هنا تبرز أهمية اختيار السياسات الاقتصادية الملائمة لظروف كل بلد، دون انسياق وراء "وصفة" صندوق النقد الدولي أو الموجة السائدة عالميا، لأنها قد تكون غير ملائمة لظروف هذا البلد أو ذاك، كما يجب التأكيد على أهمية تعبئة المدخرات المحلية والاعتماد عليها في تمويل التنمية في أي بلد نام، لأن استسهال الاعتماد على الاستدانة من الخارج لن يؤدي في النهاية إلا إلى آزمات مماثلة لتلك التي ضربت اقتصاد الأرجنتين واستقرارها السياسي والاجتماعي في نهاية عام 2001.¹

المطلب الرابع: آزمات الألفية الجديدة

الفرع الأول: الركود الأمريكي في مطلع الألفية الجديد

مع بداية القرن الجديد بدأ الاقتصاد الأمريكي يعاني من هبوط في دورته الاقتصادية، وتم إعلان حالة الطوارئ في الاقتصاد الأمريكي وفي معظم دول العالم.

أولا: مظاهر الركود وأسبابه

تعكس العديد من المؤشرات حالة التباطؤ التي دخل فيها الاقتصاد الأمريكي مع بداية الشهور الثلاثة الأخيرة من عام 2000 ومع بداية عام 2001، حيث وصل النمو خلال هذه الشهور الثلاثة إلى 2.5 بالمائة فقط، وصاحب ذلك إعلان العديد من الشركات الأمريكية عن تراجع كبير في أرباحها، وقامت مصانع جديدة بإغلاق أبوابها بشكل مؤقت، كما دعت بعض الشركات الأمريكية الكبيرة عامليها إلى تخفيض معدلات إنتاجهم خوفاً من عجزها عن بيع هذا الإنتاج في ظل تراجع معدلات الاستهلاك، وكانت في مقدمة هذه الشركات شركة "زيروكس" المعروفة.

مع بداية عام 2001 أصبح واضحاً أن الاقتصاد الأمريكي يعاني من ضعف شديد في حركة الاستهلاك والإنتاج وتراجع مؤشرات أسواق المال، وما ساهم في تفاقم هذه الظاهرة ارتفاع أسعار الطاقة،

¹ خالد سعد زغلول حلمي، مثلث قيادة الاقتصاد العالمي (دراسة قانونية واقتصادية)، الطبعة الأولى، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2002، ص ص: 555-558

وخاصة المنتجات البترولية التي امتصت غالبية القوة الشرائية لدى الشعب الأمريكي في ظل ارتفاع الأسعار العالمية للنفط.

حول أسباب هذه الظروف الاقتصادية يرى معظم المحللين أن النمو الاقتصادي الأمريكي طوال السنوات العشر الماضية جاء لأسباب تتعلق بالنمو السريع في الإنتاجية، الذي تسبب في خلق حالة من عدم التوازن، أدت إلى تزايد قروض الأفراد والشركات، إضافة إلى زيادة أعباء ديونهم وارتفاع معدلات الديون المعدومة نتج عنه تخوف البنوك من الإقراض، إضافة إلى ارتفاع المخزون من السلع لدى الشركات، وارتفاع ديون الأسر الأمريكية إلى 98 بالمائة من إجمالي الدخل السنوي عام 2000 مقابل 80 بالمائة في عام 1999.¹

ومن العوامل الأخرى التي ساهمت في تدهور الظروف الاقتصادية نجد:²

1. **زيادة قوة الدولار:** وهو ما جعل أسعار الصادرات الأمريكية مرتفعة الثمن، مقارنة بسلع دول أخرى تنافسية؛ وأدى إلى تراجع هذه الصادرات بنسبة عشرة في المائة خلال عام 2001.
2. **ارتفاع أسعار الطاقة:** يعتبر أحد أهم المشكلات التي تعوق ازدهار الاقتصاد الأمريكي، حيث قامت منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) بتخفيض إنتاجها عدة مرات خلال عام 2001 للتغلب على انخفاض الأسعار، وهو ما أدى إلى ارتفاع أسعار الطاقة في الولايات المتحدة، وبالتالي انخفاض معدلات النمو الاقتصادي.
3. **تراجع أسهم شركات التكنولوجيا:** والتي تعد أحد أعمدة هذا الاقتصاد، حيث أدى الانخفاض الملحوظ في قيمة أسهمها إلى حدوث هبوط اقتصادي مفاجئ.

ثانياً: إجراءات مواجهة الركود وانعكاساتها على دول العالم

قرر مجلس الاحتياط الفيدرالي خلال عام 2001 تخفيض سعر فائدة القروض الاتحادية نصف نقطة مئوية (من 6 إلى 5.5 في المائة) في محاولة لإعادة إنعاش الاقتصاد*، كما كان البنك المركزي الأمريكي قد خفّض الضرائب لعام 2001 ست مرات بهدف إنعاش الاقتصاد، وهو ما لم يحدث منذ أكثر من 8 سنوات تقريباً، وهو ما يدل على مدى خطورة الوضع الاقتصادي الأمريكي.

1 جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، صص 66، 67.

2 جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مرجع سابق، ص 69.

* من المعروف أن استخدام سعر الفائدة لتنشيط الاقتصاد يعتبر من القضايا الشائكة التي عليها خلاف، حيث إن خفض سعر الفائدة رغم أنه يشجع على النشاط الاقتصادي فإنه يعمل من ناحية أخرى على تقليل معدلات الادخار ورفع معدلات الاستهلاك معدلات التضخم، في حين أن رفع سعر الفائدة يشجع الادخار ولكنه يؤثر سلباً على الاستثمار ويقلل فرص العمل.

لقد كان القرار الأمريكي بخفض سعر الفائدة بمثابة قنبلة ألقتها البنك الفيدرالي في فناء الاقتصاد العالمي لتجعل الجميع يستيقظ ليعيد النظر في سياسته الاقتصادية لأن مؤشر الاقتصاد الأمريكي بدأ يغير اتجاهه، وبمجرد وصول خبر خفض سعر الفائدة إلى الأوساط الاقتصادية في مختلف أنحاء العالم بدأت آثاره في التفاعل، حيث أدى هذا القرار إلى :

- ارتفاع أسعار غالبية الأسهم في أسواق المال، وخاصة في أسواق المال الأمريكية والأوروبية، وتراوح نسب الارتفاع بين 6 بالمائة و 30 بالمائة منذ اليوم الأول للقرار.

- تراجع الدولار الأمريكي أمام العديد من العملات وخاصة اليورو الأوروبي، حيث ارتفع اليورو أمام الدولار بمعدل 2.5 بالمائة في يوم واحد بسبب تزايد المخاوف من تباطؤ الاقتصاد الأمريكي بمعدلات أكبر، وتحويل المدخرات بالدولار إلى العملات الأخرى بعد خفض سعر الفائدة على الودائع الدالارية.

- قيام صندوق النقد الدولي بتعديل توقعاته عن النمو في الولايات المتحدة، حيث أكد مدير الصندوق أن معدل النمو لن يتجاوز 2.5 بالمائة في عام 2001 بعد أن كان من المتوقع أن يصل إلى 3.2 بالمائة.

- قيام المصارف في العديد من دول العالم ومنها الدول العربية بخفض أسعار الفائدة على الدولار تجاوباً مع القرار الأمريكي، في ظل توقعات بتخفيض آخر في سعر الفائدة على الدولار في نهاية شهر جانفي 2001.

- قيام معظم الدول بدراسة أثر هذا القرار عليها من حيث تدفق رؤوس الأموال وقيمة عملتها الوطنية والأثر على المدخرات في المصارف، خاصة المدخرات الدالارية وأثره على ديونها والفوائد المقررة عليها وأثره على صادراتها، وبدأت معظم الدول تضع الخطوط العريضة لسياستها الاقتصادية في الجانب النقدي والمالي لتتجنب تأثرها بهذا القرار وبأي قرار مماثل متوقع في الأيام القادمة.

بالتالي فإن خطورة هذا الركود في اقتصاد زعيمة العالم أنه لم يقف عند حدود الولايات المتحدة فقط، بل بانعكاسه سلباً على اقتصاد العديد من الدول المرتبطة بها أو بعملتها (الدولار)، ويدعم ذلك التشابك الاقتصادي العالمي الراهن في ظل حرية التجارة التي توفر وسائل متعددة لنقل الآزمات الاقتصادية.

وتوضح الدراسات أن تأثر اقتصاد أي دولة باحتمالات الكساد الأمريكي تتوقف على مدى اتساع وعمق العلاقات الاقتصادية لهذه الدولة مع الاقتصاد الأمريكي. ونتيجة للخسائر التي مُنيت بها أسهم الشركات العالمية، وكذلك العجز في الحساب الجاري، والذي كان يعوضه تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو

الاقتصاد الأمريكي، اتجه بعض هذه الاستثمارات إلى دول أخرى مثل دول الاتحاد الأوروبي، وبدأت بعض رؤوس الأموال بالبحث عن أسواق أكثر أماناً.

الفرع الثاني: أزمة فقاعة شركات الانترنت "أزمة الدوت كوم"

في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة عرف العالم نوعاً جديداً من الآزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ" حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000، ومن النتائج المترتبة عنها:¹

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.
- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78 بالمائة في عام 2002.
- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25 بالمائة إلى 1 بالمائة وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.

الفرع الثالث: أزمة الثلاثاء الأسود²

جاءت أحداث 11 سبتمبر وسط ظروف اقتصادية دولية مضطربة، حيث كان يمر الاقتصاد العالمي بحالة من التباطؤ والانكماش تعمقت آثارها بفعل هجمات سبتمبر في الاقتصاد الأمريكي، وامتدت تلك الآثار إلى مختلف الدول الصناعية المتقدمة والنامية، كما تأثرت حركة التجارة الدولية، أسعار البترول، الذهب، وأسعار صرف العملات الدولية الرئيسية مثل الدولار الأمريكي، واليورو، والين.

لقد مر الاقتصاد الأمريكي بمرحلة تباطؤ واضحة منذ نهاية عام 2000، وكانت التوقعات كبيرة على أن فترة الربع الأخير من عام 2001 ربما تشهد بعض التعافي من هذا التباطؤ تمهيداً لدخول الاقتصاد الأمريكي في موجة نمو معتدلة بدءاً من عام 2002، إلا أنه قبل هجمات 11 سبتمبر بأيام

¹ عبد الله شحاتة، مرجع سابق، ص2

² جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، صص 69، 71

قليلة تم إعلان معدلات البطالة الأمريكية خلال شهر أغسطس التي كشفت بلوغ معدل البطالة في شهر أغسطس أعلى معدل له منذ نحو أربعة أعوام كاملة (ارتفعت معدلات البطالة الأمريكية في هذا الشهر بمقدار 0.4 بالمائة مقارنة بشهر جويلية إذ بلغ معدل البطالة نحو 4.9 بالمائة مقابل 4.5 بالمائة في يوليو).

كانت النتيجة الفورية لارتفاع معدل البطالة ما يشبه الانهيار في مؤشر داو جونز الذي انخفض بمقدار يزيد على 2 بالمائة حيث أن ارتفاع معدل البطالة يعني المزيد من تدهور الاقتصاد وتوقع زيادة الانخفاض في إنفاق المستهلكين، وخفض معدلات الإنفاق الاستثماري مما دفع نحو المزيد من التباطؤ في النشاط الاقتصادي، وسط ذلك حدثت هجمات 11 سبتمبر لتدفع كل التوقعات ناحية ترجيح عدم حدوث أي نهوض اقتصادي في الربع الأخير من العام، بل إنه أصبح من الحتمي أن يمر بمرحلة ركود.

شهدت الولايات المتحدة الأمريكية أعنف هجوم إرهابي في تاريخها يوم 11 سبتمبر 2001 والذي أطلق عليه الثلاثاء الأسود أدى إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية لمدة ستة أيام استمرت حتى يوم الأحد 16 سبتمبر 2001، وذلك لأول مرة منذ اغتيال الرئيس كينيدي في عام 1963.

حينها قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة في يوم 17 سبتمبر بمقدار 0.50 نقطة من 3.5 بالمائة إلى 3 بالمائة في محاولة للحد من التأثير السلبي للآزمة والتي تزيد من احتمالات دخول

الاقتصاد في حالة من الكساد إلى جانب الحد من هبوط أسعار الأوراق المالية عند بدء عمل البورصات الأمريكية.

وافق ذلك قيام عدد من البنوك المركزية بتخفيض أسعار الفائدة لدعم الدولار الأمريكي وتجنب دخول العالم في مرحلة من الكساد، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بتخفيض أسعار الفائدة من 4.25 بالمائة إلى 3.75 بالمائة، كما قام البنك المركزي الانجليزي بتخفيض أسعار الفائدة من 5 بالمائة إلى 4.75 بالمائة، فضلا عن البنوك المركزية لبعض الدول التي خفضت أسعار الفائدة مثل اليابان، هونغ كونغ، تايوان، والكويت، وتعد تلك هي المرة الأولى التي تشهد فيها أسواق المال العالمية تناسقا وتزامنا في السياسة النقدية للبنوك المركزية منذ حرب الخليج عام 1991.

على الرغم من ذلك كان تأثير خفض سعر الفائدة على أداء بورصة نيويورك ضئيلا حيث سجلت مؤشرات البورصة الأمريكية تدهورا كبيرا عقب افتتاح أسواق المال الأمريكية مرة أخرى وبلغت معظم المؤشرات أدنى مستوى لها منذ ثلاث سنوات¹، حيث فقدت الأسواق العالمية خاصة السوق

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق، ص 153

الأمريكية أكثر من تريليون دولار وخسر آلاف المستثمرين حول العالم استثماراتهم بنسب تراوحت ما بين 100 بالمائة و50 بالمائة، وشهدت السوق هبوطاً حاداً لجميع الشركات خاصة في قطاع التقنية ولم تتج من ذلك إلا شركات قليلة جداً مثل IBM، ومن الأمثلة في تدهور الأسعار الذي طال قطاع التكنولوجيا هو هبوط بعض الشركات من 160 دولار إلى 20 سنتاً فقط، وشهدت السوق أيضاً انهيار أحد أكبر الشركات النفطية وهي شركة انرون ENRON التي هزت الأسواق بشكل كبير، ووصل انهيار داو جونز إلى 600 نقطة وهو ما أدى بأسعار الشركات إلى الانخفاض بأكثر من النصف والمقصود بذلك الشركات الكبرى التي كان يعول عليها في المضاربات مثل كمباك، مايكروسوفت، هورد باكرد بل، فورد، ودزني، أما قطاع الانترنت فكانت الهزة الأكبر التي أحدثتها أمازون وغيرها من الشركات التي وصلت أسعارها إلى مستوى غير معقول، وكان قد برر المحللون في نيويورك الانخفاض بأن ذلك مجرد تصحيح لأسعار مرتفعة بشكل لا يتفق مع المنطق.

وحول هذه الآثار والنتائج السلبية يرى خبراء الاقتصاد أن أحداث 11 سبتمبر كانت كبيرة وخطيرة وجديدة في فكرتها، ولم يسبق لها مثيل، وترتب عليها خسائر فادحة على مستوى الاقتصادات العالمية والمحلية، حيث كانت لها تداعيات شديدة حتى بعد مرور سنتين على الأحداث على الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل جزءاً هاماً ورئيسياً من الاقتصاد العالمي، فالنتاج المحلي في الولايات المتحدة يمثل ربع الناتج العالمي، كما أن التجارة الخارجية للصادرات والواردات الأمريكية تمثل 20 بالمائة من التجارة العالمية، ومثل هذا الاقتصاد حينما يصاب لابد أن يؤثر ذلك على الاقتصاد العالمي ككل.

أشارت بيانات صندوق النقد الدولي في سبتمبر 2002 أي بعد مرور عام على أحداث سبتمبر إلى انكماش حجم التجارة الدولية (سلع وخدمات) خلال عام 2001 بلغ 1 بالمائة، كما شهد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر تراجعاً خلال عام 2001 ليصل إلى نحو 760 بليون دولار منخفضة بنسبة 1.40 بالمائة عن مستواها عام 2000 والذي بلغت خلاله حوالي 1271 بليون دولار، وقد زادت أحداث 11 سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة من حالة عدم التيقن والتوتر في أوساط المستثمرين، كما كان لحالة الحذر والترقب أثرها في اتخاذ القرار الاستثماري، الأمر الذي تجلّى في انخفاض حجم التدفقات الاستثمارية.

كما أسلفنا الذكر فقد مر الاقتصاد العالمي قبل أحداث 11 سبتمبر بأزمة تباطؤ في النمو الاقتصادي ثم جاءت أحداث 11 سبتمبر فحولت أزمة التباطؤ إلى أزمة ركود اقتصادي عانت منه الولايات المتحدة الأمريكية، والقارة الأوروبية واليابان بمشكلات اتخذت شكل زيادة في معدلات البطالة، وتباطؤ معدلات نمو، وإن اختلفت هذه الدول فيما بينها في درجة الركود الاقتصادي. فالولايات المتحدة الأمريكية اضطرت بعد أحداث 11 سبتمبر إلى إعلان الحرب على الإرهاب الدولي فحولت الفائض الذي

كانت تتمتع به إلى عجز متزايد قارب حوالي 500 مليار دولار، ساهمت فيه حرب أفغانستان ثم حرب العراق بالنصيب الأكبر، وظهرت بوادر جديدة لمفاهيم اقتصادية حديثة تفسيرا لأزمة الركود الاقتصادي وهي مفاهيم الاقتصاد النفسي (السيكولوجي) بمعنى أنه على الرغم من أن المواطن الأمريكي يتمتع بتخفيضات جبائية كبيرة إلا أنه لم ينفق بنفس معدلات التخفيض، وتم تفسير هذا الوضع بعوامل نفسية ومزاجية منشؤها حالة الخوف والقلق التي ميزت سلوك المواطن الأمريكي فقلل من إنفاقه، وبالتالي ساهم في زيادة الركود الاقتصادي، يُضاف إلى ذلك أن أحوال البورصات العالمية مرتبطة بالدرجة الأولى بعنصر الثقة الذي اختفى بسبب أحداث 11 سبتمبر والأحداث التالية لها (حرب أفغانستان والعراق)، وحول هذه الأحداث تقف الدول النامية متفرجة، بل متقلبة لا تعرف طريقا لها، هل تسير في فلك الدول المتقدمة تجنباً لشرورها، أم تقف محايدة فتغضب الإدارة الأمريكية، وعلى جانبها تسقط اقتصادياتها، وتتهار معدلات نموها وتهرب رؤوس أموالها، فهذه الدول تعاني الأمرين من نقص شديد في تدفق موارد النقد الأجنبي وانخفاض معدلات السياحة إليها، وتدهور في اقتصادياتها لأنها بدورها مرتبطة بالأحوال والتطورات العالمية.¹

¹ ا جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مذكرة ماجستير،

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص71

خلاصة الفصل الثاني:

في هذا الفصل، استعرضنا الجوانب النظرية والتاريخية للآزمات المالية وتطورها عبر الزمن. لقد تبين أن الآزمات المالية تُعرّف بطرق متعددة، ولكنها تُعبر بشكل عام عن اختلالات في النظام المالي تؤدي إلى فقدان الثقة وتدفق رؤوس الأموال خارج الاقتصاد. هذه الآزمات تتسم بمفاجأتها وتأثيرها الشديد على الاقتصاد ككل، حيث تنشأ غالبًا نتيجة لتوسع مفرط في الإقراض دون التأكد من الملاءة المالية.

لقد تطورت النظريات الاقتصادية التي تفسر الآزمات المالية بشكل ملحوظ. المدرسة الكلاسيكية أنكرت حدوث الآزمات، ولكن أزمة الكساد الكبير أدت إلى ظهور النظرية الكينزية، التي دعت إلى تدخل الدولة لحماية الاقتصاد. لاحقًا، رأت المدرسة النقدية أن الآزمات ناتجة عن التوسع النقدي السريع، في حين أكد كارل ماركس والمدرسة الاشتراكية على أن الآزمات جزء طبيعي من النظام الرأسمالي ذاته.

كما تناول الفصل أبرز الآزمات المالية في التاريخ، مثل الكساد الكبير وآزمات القرن الواحد والعشرين، مع التركيز على دور المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. هذه الآزمات دفعت الدول إلى إنشاء هيئات لتنظيم الأسواق المالية الدولية، لكن هذه الهيئات تعرضت لانتقادات، خاصة بسبب التعامل المختلف مع الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة.

أدى تأثير الآزمات العالمية الأخيرة، التي أثرت بشدة على الدول المتقدمة، إلى طرح الحاجة لإصلاح جذري للنظام المالي الدولي لتجنب تكرار الآزمات.

الفصل الثالث:

عدوى الأزمات الاقتصادية والنمذجة
الإحصائية لقياسها

تمهيد:

شهدت العقود الأخيرة من القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين تسارعاً ملحوظاً في ظاهرة العولمة المالية والاقتصادية، والتي أحدثت تحولات جذرية في الأنظمة الاقتصادية العالمية. هذه التحولات لم تقتصر على تعزيز التجارة الدولية وزيادة تدفقات رؤوس الأموال بين الدول، بل امتدت لتشمل توسيع العلاقات المالية العابرة للحدود، وظهور أسواق مالية أكثر ترابطاً واعتماداً على بعضها البعض. في هذا السياق، أصبح الاقتصاد العالمي أكثر تكاملاً، لكنه أيضاً أكثر عرضة للأزمات المالية التي يمكن أن تنتشر بسرعة من دولة إلى أخرى، وهي الظاهرة المعروفة بـ عدوى الأزمات المالية.

في ظل العولمة، لم تعد الأزمات المالية حدثاً محلياً يقتصر تأثيره على دولة معينة، بل أصبح بإمكانها الانتقال عبر القنوات المالية والتجارية بسرعة كبيرة، مما يجعل اقتصادات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء عرضة للتأثر باضطرابات الأسواق العالمية. على سبيل المثال، أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة عام 2008 أظهرت كيف يمكن لأزمة تنطلق من قطاع محدد في دولة واحدة أن تتحول إلى أزمة مالية عالمية، تؤثر على معظم الدول المتقدمة والناشئة بسبب ترابط الأسواق المالية. تُعرف هذه الظاهرة باسم عدوى الأزمات، حيث تنتقل الصدمات المالية من بلد لآخر عبر شبكات التجارة، والاستثمار، والأسواق المالية.

من هذا المنطلق، أصبح قياس الأزمات المالية والاقتصادية أحد أهم التحديات التي تواجه الأكاديميين وصانعي السياسات على حد سواء. يعتمد هذا القياس على أدوات وأساليب إحصائية متقدمة تهدف إلى فهم آليات انتشار الأزمات وتحديد العوامل التي تساهم في تفاقمها أو الحد منها. تُستخدم النماذج الإحصائية لتقييم العلاقات بين مختلف المتغيرات الاقتصادية، مثل التدفقات الرأسمالية وأسعار الصرف ومعدلات الفائدة، بغرض تطوير استراتيجيات تمكن الدول من الاستجابة بشكل أكثر فعالية للأزمات ومنع انتشارها على نطاق واسع.

في هذا الفصل، سنتناول بالتحليل مفهوم العولمة المالية والاقتصادية وتأثيرها على تكامل الأسواق العالمية. كما سنناقش بشكل مفصل عدوى الأزمات المالية، وكيفية انتقال الصدمات الاقتصادية عبر الحدود. وفي الجزء الأخير من هذا الفصل، سنستعرض الأساليب الإحصائية المستخدمة في قياس الأزمات المالية والاقتصادية، مع التركيز على النماذج التي تساعد في فهم ديناميكيات انتشار الأزمات والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة.

المبحث الأول: العولمة الاقتصادية والمالية:

الهدف من هذا المبحث هو توضيح تطور وانتشار وتكشف التكامل العالمي، وخاصة العولمة المالية، منذ منتصف القرن التاسع عشر. وبينما ينصب التركيز الأساسي على العولمة المالية، فإنه لا يمكن فصلها تماماً عن العولمة الاقتصادية. يقدم هذا الفصل ديباجة للمناقشة ويتعمق بشكل أساسي في السمات المميزة الرئيسية للتكامل المالي والتطورات الاقتصادية العالمية ذات الصلة. مما لا شك فيه أن التكامل الاقتصادي العالمي، ولا سيما العولمة المالية، قد قطع خطوات مثيرة للإعجاب خلال فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى وتمت تغطيته على نطاق واسع في أدبيات العولمة. إلا أن العولمة الاقتصادية والمالية في الفترة المعاصرة تجاوزت في معظمها ما كانت عليه في الفترات السابقة بفارق كبير. لا يمكن اعتبار مفهوم ولا ظاهرة العولمة الاقتصادية أو المالية أمراً جديداً. إن تاريخ تطور وعولمة التمويل يمتد إلى فترة طويلة، تتراوح من أصله المسجل في قرى بلاد ما بين النهرين قبل 5000 سنة إلى أرقام متألقة. على شاشات الصرف الأجنبي في الأسواق المالية اليوم. وقد شهد الاقتصاد العالمي عدة موجات من العولمة السريعة والبطيئة فضلاً عن تراجع العولمة. أما بالنسبة للمرحلة المعاصرة من العولمة، فإن العديد من المؤرخين الاقتصاديين يعتقدون أنها بدأت حوالي عام 1980، على الرغم من أن مونديل (2000) اختلف معهم. إن التزايد التدريجي للتجارة عبر الحدود في الأصول المالية يؤدي إلى ظهور ما يسمى بالعولمة المالية. إن ظاهرة ارتفاع التدفقات المالية عبر الحدود من خلال قنوات مختلفة، هي التي تعمل في الواقع على دمج الأسواق المالية في كل عالمي. خلال التسعينيات، اكتسب مفهوم العولمة قدراً كبيراً من الرواج،

المطلب الأول: مفهوم العولمة

تُعد العولمة ظاهرة متعددة الأبعاد والمفاهيم، حيث تختلف تعريفاتها تبعاً للمنظورات الأكاديمية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية وغيرها من السياقات التي تناولت هذه الظاهرة. ويعود هذا التباين إلى اختلاف المرجعيات الفكرية والفهم الخاص لكل طرف، مما يجعل من الصعب الوصول إلى تعريف دقيق وشامل يحظى بقبول عام. كما أن العولمة تُعد ظاهرة حديثة النشأة نسبياً، وتتطور باستمرار تبعاً للمتغيرات التي يشهدها العصر الحديث.

يعود أصل مصطلح العولمة إلى الكلمة الإنجليزية "Globalisation"، والتي اشتقت بدورها من كلمة "Globe"، وتعني الكرة الأرضية¹. ويُستمد من الفعل "كوكب" في اللغة العربية مفهوم يشير إلى تجميع العناصر ضمن شكل منظم، وهو ما دفع بعض الباحثين إلى اعتبار مصطلح "الكوكبة" أكثر دقة في وصف الظاهرة². من ناحية أخرى، يرى بعض المفكرين أن العولمة في جوهرها ليست سوى امتداد للنفوذ الأمريكي عالميًا، حيث تُفسّر على أنها عملية إعادة تشكيل العالم وفقًا للمصالح الأمريكية، مما دفع بعض الباحثين إلى القول بأن "العولمة تعادل الأمركة"³.

يرى جان ماري جيهينيوي، رئيس مجلس إدارة معهد الدراسات العليا للدفاع الوطني الفرنسي، أن العولمة تمثل انتصارًا طويل الأمد للولايات المتحدة الأمريكية. وفي دراسته المعنونة "أمركة العالم أم عولمة أمريكا"، يؤكد جيهينيوي أن العولمة ليست سوى امتداد للنفوذ الأمريكي، حيث تعكس في جوهرها عملية نشر "الحلم الأمريكي" على نطاق عالمي، مما يجعلها وسيلة لإعادة تشكيل المجتمعات وفقًا للنموذج الأمريكي⁴.

يُشير رونالد روبستون إلى أن العولمة لا تقتصر فقط على الانكماش في البعدين الزماني والمكاني، بل تتجاوز ذلك لتشمل وعي العالم بهذا الانكماش. ويعني بذلك التقارب المتزايد بين الدول على مستوى المسافات والثقافات، بالإضافة إلى إدراك سكان العالم أن الحدود الجغرافية باتت أقل تأثيرًا في ظل التغيرات المعاصرة.

ومن جهة أخرى، يرى بعض الباحثين أن مصطلح "العالمية" أكثر دقة في وصف الظاهرة، حيث يشير إلى عملية رفع الخصوصيات المحلية إلى مستوى عالمي مقصود ومنظم. في المقابل، تذهب العولمة، بوصفها ظاهرة أوسع، إلى احتواء العالم بأسره ضمن نظام متكامل، بينما تنفتح العالمية على ما هو كوني وشامل، مما يعكس أبعادًا مختلفة لمفهوم الاندماج العالمي⁵.

¹ أحمد عبد الرحمن أحمد، "العولمة، المظاهر والمسببات"، مجلة العلوم الاجتماعية، الكويت، المجلد 26، العدد 2، ديسمبر 1999، ص

52.

² اسماعيل صبري عبد الله، "الكوكبة"، الرأسمالية العالمية، مرحلة ما بعد الإمبريالية، مجلة المستقبل العربي، العدد 222، 1997، ص

05.

³ حمدي عبد الرحمن، "العولمة وآثارها السياسية في النظام الإقليمي العربي"، مجلة المستقبل العربي، العدد 258، أوت 2000، ص 04.

⁴ إكرام عبد الرحيم، مرجع، التحديات المستقبلية للتكتل الاقتصادي العربي، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، 2002، ص 119.

⁵ عابد الجابري، "العولمة والهوية الثقافية"، مجلة معلومات دولية، العدد 258، 1998، ص 12.

يرى بعض الباحثين أن العولمة تمثل نظامًا عالميًا جديدًا يقوم على التطورات التكنولوجية، ولا سيما الثورة المعلوماتية والعقل الإلكتروني، حيث تعتمد بشكل أساسي على تدفق المعلومات والابتكار التقني غير المحدود. ويُنظر إلى هذه الظاهرة على أنها تتجاوز الاعتبارات التقليدية المتعلقة بالأنظمة السياسية والحضارات والثقافات والقيم، فضلاً عن الحدود الجغرافية والسياسية التي كانت تشكل سابقاً عوامل فاصلة بين المجتمعات. وفي هذا السياق، يُنظر إلى العولمة على أنها قوة دافعة نحو تكوين فضاء عالمي موحد، حيث تُختزل الفروقات الثقافية والمؤسسية لصالح بنية أكثر انفتاحاً وشمولية.¹ يُنظر إلى مصطلح العولمة بوصفه مفهوماً يشمل كلاً من وصف الظاهرة وتحديد بعض مبادئها الأساسية. فهو يشير إلى التوسع المتزايد وازدياد عمق التدفقات الدولية في مجالات التجارة والمال والمعلومات ضمن إطار سوق عالمية متكاملة. كما يُعبر عن عملية تحرير الأسواق الوطنية والدولية، استناداً إلى الاعتقاد بأن التدفقات الحرة لرأس المال والتجارة والمعلومات ستؤدي إلى نتائج إيجابية على الاقتصاد العالمي، خاصة في ظل الاعتراف بالعولمة كظاهرة حتمية تفرض نفسها على المشهد الاقتصادي والسياسي الدولي.²

وتأخذ جوانب عديدة نذكر منها³:

- 1- حرية حركة السلع والخدمات والأفكار وتبادلها الفوري دون حواجز أو حدود بين الدول.
 - 2- تحول العالم إلى قرية كونية بفعل تيار المعلوماتية، أي يصبح كل سكانه في حالة معرفة وإحاطة فورية بما يحدث لدى الآخرين.
 - 3- ظهور آليات جديدة مستقلة عن الدولة، آليات تقوم بوظائف كانت في يوم ما قاصرة على الدول وأصبحت اليوم بحكم العولمة بعيدة عنها.
 - 4- ظهور نفوذ الشركات المتعددة الجنسية كقوة عالمية فائقة النفوذ والقوة تسعى من أجل الهيمنة وليس لها ولاء أو انتماء لدولة بعينها.
- مهما اختلفت هذه المفاهيم وتعددت فإن هناك تعريفات شائعة لدى الباحثين وهي تنقسم إلى أربعة مفاهيم هامة: 4

¹ محمد سعيد أبو زعرور، "العولمة"، ط 1، دار البيارق، عمان، الأردن، 1998، ص 13.

² حسن لطيف كاظم الزبيدي، "العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث"، ط 1، دار الكتاب الجامعي، العين، الإمارات العربية المتحدة، 2000، ص 130.

³ محسن أحمد الخضير، "العولمة الاجتياحية"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص 31.

⁴ حاكمي بوحفص، "العولمة الاندماج السريع والمنافع المحدودة - حالة الدول النامية"، مجلة علوم إنسانية، العدد 20، أبريل 2005.

المفهوم الأول: العولمة باعتبارها مرحلة تاريخية حيث اعتبرها البعض مرحلة تاريخية أكثر من ظاهرة اجتماعية أو إطاراً نظرياً.

المفهوم الثاني: الذي ينظر في العولمة باعتبارها تجليات لظواهر اقتصادية وهذا المفهوم ينطلق من وظائف الدولة باعتبارها سلسلة مرتبطة من الظواهر الاقتصادية متجلية في الظواهر التالية: الرأسمالية، الليبرالية، الخصوصية، الدولة الحارسة.

المفهوم الثالث: عولمة انتصار القيم الأمريكية

المفهوم الرابع: العولمة باعتبارها ثورة تكنولوجية حيث اعتبرت العولمة في شكل من أشكال النشاط تم فيه الانتقال من الرأسمالية الصناعية إلى مفهوم ما بعد الصناعة.¹

على الرغم من أن العولمة قد تبدو ظاهرياً بسيطة في شكلها، إلا أنها تُعد ظاهرة معقدة في مضمونها، حيث تتسم بتعدد أبعادها وجوانبها الأساسية التي تمنحها طابعاً فريداً يؤثر على مختلف المجالات، بما في ذلك الاقتصاد، والمجتمع، والثقافة.

وبناءً على ذلك، يمكن النظر إلى العولمة باعتبارها "عولمات متعددة"، إذ تتخذ أشكالاً مختلفة، منها عولمة الاتصالات والمعلومات، التي أدت إلى تزايد تدفق البيانات والمعلومات عبر الحدود، وعولمة الثقافات والأديان والأفكار، التي ساهمت في التفاعل والتأثير المتبادل بين الشعوب، وعولمة التفاعلات الإيكولوجية، التي تعكس التأثيرات البيئية المشتركة بين الدول. كما تشمل العولمة أيضاً عولمة الاستراتيجيات المهيمنة، حيث تسعى القوى الكبرى إلى فرض نفوذها عالمياً، بالإضافة إلى عولمة المبادلات الاقتصادية والتجارية والمالية، التي تمثل أحد أبرز أوجه العولمة في ظل تنامي الاعتماد المتبادل بين الأسواق العالمية.²

بناءً على ما سبق، يمكن فهم العولمة على أنها مفهوم مركّب يشمل أبعاداً متعددة، سواء سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية وغيرها من الجوانب المؤثرة. وهي عملية تتجسد في إزالة الحواجز والقيود بين الدول والشعوب، مما يسهم في تشكيل مجتمع عالمي أكثر تكاملاً وترابطاً.

وفي هذا السياق، تؤدي العولمة إلى تحولات جوهرية في الأنماط والنظم الاقتصادية والثقافية والاجتماعية، حيث تُسهم في تعميم النموذج الرأسمالي على مستوى عالمي من خلال تدويله، الأمر الذي

¹ عبد الخالق عبد الله، العولمة جذورها وفروعها وكيفية التعامل معها"، مجلة عالم الفكر، المجلد 28، العدد 01، ربيع 1998، ص 54.

² أقاسم حجاج، "العولمة، النشأة السياسية"، مجلة السياسة الدولية، المجلد 40، العدد 159، جانفي 2005، ص 64.

يعزز من سيادة آليات السوق الحرة ويعيد تشكيل العلاقات بين الدول والمجتمعات وفقاً لأسس جديدة قائمة على الانفتاح والاندماج المتزايد.

المطلب الثاني: نشأة العولمة

في سياق التاريخ الاقتصادي، يمكن القول إن النزعة نحو تعزيز العلاقات الاقتصادية المتبادلة، من خلال تبادل السلع والخدمات ورؤوس الأموال، إضافةً إلى تداول المعلومات، تعود جذورها إلى ما يقرب من خمسة قرون. وخلال الفترة الممتدة بين القرن الثامن عشر ونهاية القرن العشرين، مرّ الاقتصاد العالمي بعدة مراحل تطويرية، تباينت تسمياتها وفقاً لاختلاف المناهج الاقتصادية التي تناولت تحليل هذه التحولات¹.

ولهذا، يرى بعض الباحثين أن العولمة بدأت بالظهور والازدهار بشكل ملحوظ منذ منتصف الثمانينيات، وذلك بالتزامن مع التطورات المتسارعة في التكنولوجيا، ولا سيما في مجالات الإعلام والاتصال، التي أسهمت في تعزيز الترابط الاقتصادي وزيادة تدفق المعلومات ورؤوس الأموال عبر الحدود².

يُعد عام 1991 نقطة تحول رئيسية في التاريخ الاقتصادي العالمي وفقاً للعديد من المنظرين، حيث اعتبره فرانسيس فوكوياما بداية "نهاية التاريخ"، في إشارة إلى انتصار النموذج الليبرالي الديمقراطي. وفي السياق ذاته، يُنظر إلى هذا العام أيضاً باعتباره اللحظة التي تم فيها استخدام مصطلح "العولمة" لأول مرة بشكل أكاديمي من قبل رونالد روبرتسون، الذي قدّم مفهوماً أكثر شمولاً للعولمة، يركز على تداخل العوامل الاقتصادية والثقافية والاجتماعية في تشكيل النظام العالمي الجديد³.

لذا، فإن ظهور العولمة لم يكن حدثاً مفاجئاً أو ظاهرة نشأت من فراغ، بل هو نتيجة عملية تطويرية تراكمية. ما حدث في الفترات الأخيرة هو اتساع نطاق العولمة، وزيادة التركيز عليها، إلى جانب محاولات تعزيزها وفرضها في ظل متغيرات سياسية وعلمية مواتية. وقد أسهمت التطورات التكنولوجية، ولا

¹ عبد الأمير سعيد، "العولمة مقارنة في التفكير الاقتصادي"، مجلة أخبار النفط والصناعة، العدد 356، ماي 2000، ص 10.

² Gervasio SEMEND et Patrike Villieem, Mondialization, Integration Economique et Croissance, Nouvelle Aproches, L'Armatham, Paris, 1998, P 07

³ سامي عفيفي حاتم، "اقتصاديات التجارة الدولية"، ط 3، جامعة حلوان، القاهرة، مصر، 2003، ص 308.

سيما في مجالات الاتصالات والمعلومات، إلى جانب التحولات الجيوسياسية، في تسريع وتيرة العولمة وترسيخ دورها في تشكيل الهياكل الاقتصادية العالمية.¹

استنادًا إلى ما سبق، يمكن القول إن مصطلح "العولمة" قد ازداد شيوعًا بشكل ملحوظ، خاصة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، ليصبح أحد المفاهيم الأكثر تداولًا في المجالات الاقتصادية والسياسية والثقافية. وكأي ظاهرة اقتصادية واجتماعية، فإن العولمة تخضع لمسار زمني يتسم بمراحل وتطورات متعاقبة، مما يجعل من الصعب الادعاء بأنها كانت قائمة منذ الأزل أو أنها مجرد امتداد طبيعي للمراحل التاريخية السابقة.

إذا كانت العولمة تُعرّف على أنها عملية تهدف إلى دمج العالم في كيان موحد، فإن هذا التوجه ليس جديدًا، إذ تعود جذوره إلى العصور القديمة من خلال التبادل التجاري والتفاعل الحضاري بين المجتمعات المختلفة. أما إذا كانت العولمة تشير إلى تعميق الترابط الاقتصادي والتجاري والاستثماري إلى الحد الذي يزيل الحواجز بين الدول ويؤدي إلى ظهور نظام اقتصادي عالمي موحد ومجتمع عالمي مترابط، فإن هذا المستوى من العولمة لا يزال غير مكتمل حتى يومنا هذا. وعليه، فإن العالم المعاصر يُنظر إليه، في كثير من الجوانب، على أنه امتداد للعالم القديم، مما يفسر غياب الإجماع حول لحظة ولادة العولمة كواقع اقتصادي أو حتى كظاهرة ثقافية وسياسية معيشة.

من هذا المنطلق، من الصعب تقديم إجابة حاسمة عن توقيت ظهور العولمة، وما إذا كانت ظاهرة تاريخية مستمرة أم أنها وليدة التطورات التكنولوجية الراهنة. كذلك، يبقى التساؤل قائمًا حول ما إذا كانت العولمة ظاهرة قديمة مترسخة في تاريخ البشرية أم أنها تطور حديث فرضته المتغيرات الاقتصادية والسياسية والتكنولوجية الحديثة.

إن كل تصور من التصورات المتباينة حول تاريخ العولمة يستند إلى فهم محدد لهذه الظاهرة، سواء باعتبارها امتدادًا لحركات تاريخية سابقة، أو باعتبارها ظاهرة حديثة نشأت مع التطورات العالمية الراهنة. فالدعوات إلى دمج العالم ليست بجديدة، بل تعود إلى قرون مضت، كما أنه لا يمكن اختزال العولمة في ارتباطها بالتطورات التكنولوجية الأخيرة. وبالتالي، من الصعب تحديد لحظة تاريخية دقيقة لظهورها كحقيقة حياتية مكتملة المعالم، مما يفسر استمرار الجدل الأكاديمي حول ماهيتها وتطورها عبر الزمن.

¹ محمد صفوت قابل، "الدول النامية والعولمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، القاهرة، مصر ، 2004، ص 23.

المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي لظاهرة العولمة

في أواخر القرن العشرين، أصبح موضوع العولمة الاقتصادية محور اهتمام واسع لدى المفكرين الاقتصاديين والسياسيين في مختلف أنحاء العالم، حيث احتل حيزًا هامًا في النقاشات الأكاديمية والاستراتيجيات الاقتصادية للدول. ومن الجدير بالملاحظة أن العولمة، قبل أن تُفهم كمفهوم ثقافي أو اجتماعي أو سياسي، تُعد في جوهرها ظاهرة اقتصادية بالدرجة الأولى، إذ ترتبط بعمليات تحرير التجارة، وزيادة تدفقات رأس المال، وتكامل الأسواق العالمية.

وعند التطرق إلى مفهوم العولمة، فإن أكثر ما يتبادر إلى الذهن هو البعد الاقتصادي للعولمة، نظرًا لتأثيرها المباشر على الأنظمة الإنتاجية والتجارية والاستثمارية في العالم. فقد لعبت العولمة الاقتصادية دورًا جوهريًا في إعادة تشكيل العلاقات الاقتصادية الدولية، مما أدى إلى تعميق الاعتماد المتبادل بين الدول، وتعزيز تكامل الأسواق المالية، وزيادة نفوذ الشركات متعددة الجنسيات. وعليه، فإن دراسة العولمة لا يمكن أن تتم بمعزل عن بعدها الاقتصادي، الذي يُعد المحرك الأساسي لباقي الأبعاد الثقافية والاجتماعية والسياسية المرتبطة بها¹.

إن التطورات الاقتصادية المتسارعة التي شهدتها العالم في العقود الأخيرة أسهمت في تشكيل نظام اقتصادي جديد، يقوم على ترابط الأسواق وتداخل المصالح الاقتصادية بين الدول، وهو ما أدى إلى تعزيز ظاهرة العولمة وترسيخ حضورها على المستوى العالمي. ونتيجة لذلك، يُعد المجال الاقتصادي أحد أبرز مجالات العولمة وأكثرها وضوحًا وتأثيرًا، حيث يمثل المحور الأساسي الذي تنطلق منه بقية الأبعاد السياسية والاجتماعية والثقافية للعولمة.

وفي سياق التركيز على البعد الاقتصادي للعولمة، من المهم الإشارة إلى أن العولمة تسعى إلى تحويل العالم إلى منطقة اقتصادية موحدة، تتضاءل فيها الحواجز والقيود التي تعيق تدفق السلع ورؤوس الأموال والتكنولوجيا، مما يؤدي إلى اندماج الاقتصادات الوطنية ضمن إطار نظام اقتصادي عالمي موحد. هذا الاندماج يعكس التحولات العميقة التي شهدتها التجارة الدولية والاستثمار، حيث أصبحت الحدود الاقتصادية بين الدول أقل وضوحًا، في ظل زيادة حرية تدفق السلع والخدمات ورأس المال، مما عزز من تأثير العولمة الاقتصادية كقوة دافعة لإعادة هيكلة الاقتصاد العالمي².

¹ نفس المرجع السابق، ص 54.

² سامي عفيفي حاتم، "اقتصاديات التجارة الدولية"، مرجع سابق، ص 312.

إن مسار عولمة الاقتصاد العالمي ليس ظاهرة حديثة، بل يمكن تتبع جذوره إلى منتصف القرن العشرين، حيث بدأت بواكره تظهر خلال الخمسينيات والستينيات، مدفوعةً بجهود مكثفة لتقليص القيود السياسية والاقتصادية التي كانت تعيق التجارة الدولية في أعقاب الحرب العالمية الثانية. وقد سعت الدول، آنذاك، إلى إعادة بناء الاقتصاد العالمي عبر سياسات تهدف إلى تحرير الأسواق وتعزيز التعاون الاقتصادي الدولي، وهو ما ساهم في إرساء الأسس الأولى لنظام اقتصادي أكثر انفتاحاً¹.

وقد لعبت المؤسسات الاقتصادية الدولية، مثل الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT)، التي تطورت لاحقاً إلى منظمة التجارة العالمية (WTO)، دوراً محورياً في تسهيل انسياب التجارة بين الدول، وتقليل التعريفات الجمركية، وتعزيز التكامل الاقتصادي العالمي. كما ساعدت التطورات في وسائل النقل والاتصال في تسريع عمليات العولمة الاقتصادية، مما أدى إلى توسيع نطاق التبادل التجاري والاستثماري بين الدول، ومهد الطريق لعولمة الاقتصاد بالشكل الذي نشهده اليوم.

وقد أعقب هذه المرحلة نمو اقتصادي كبير في كل من أوروبا الغربية والولايات المتحدة، حيث شهدت هذه الاقتصاديات انتعاشاً ملحوظاً مدعوماً بسياسات التحرير الاقتصادي والتكامل التجاري. ومع مرور الوقت، وخصوصاً منذ منتصف الثمانينيات، تسارعت وتيرة العولمة الاقتصادية بشكل غير مسبوق، مدفوعةً بالتقدم التكنولوجي وتحرير الأسواق المالية والتجارية².

وخلال هذه الفترة، تزايدت التدفقات الرأسمالية بشكل ملحوظ نحو العديد من الاقتصادات النامية، حيث أصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمضاربات المالية أكثر انتشاراً، مما عزز التكامل بين الأسواق العالمية. وبالتوازي مع ذلك، شهدت التجارة العالمية نمواً سريعاً، بمعدلات تجاوزت ضعف معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مما يعكس مدى تسارع وتيرة الترابط الاقتصادي بين الدول، وتنامي الاعتماد المتبادل في الإنتاج والتبادل التجاري. هذا التحول أسهم في إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي، وجعل العولمة الاقتصادية القوة الدافعة الأساسية وراء كثير من التغيرات الاقتصادية والسياسات التنموية في مختلف أنحاء العالم.

1 أسامة المجدوب، "العولمة والإقليمية"، مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2001، ص 36.

2 العولمة والفرص المتاحة للدول النامية، إصدارات صندوق النقد الدولي، ترجمة أمينة عبد العزيز، أحمد هاشم فاطر، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد 02، ديسمبر 1997، ص 171.

لقد اتخذت العولمة الاقتصادية شكل تيار متصاعد يسعى إلى فتح الأسواق وتعزيز انفتاح الدول على بعضها البعض، بما يؤدي إلى تكامل اقتصادي عالمي أعمق. وقد اكتسب هذا التيار زخمًا متزايدًا مع تزامن حركة نهضوية واسعة هدفت إلى تحديث وتطوير الهياكل الإنتاجية في الاقتصاديات المتقدمة القائمة على آليات السوق¹.

يرى بعض الباحثين أن العولمة ظاهرة حديثة نشأت نتيجة التطورات الاقتصادية والتكنولوجية السريعة التي شهدتها العالم خلال التسعينيات، حيث تعمق تأثيرها بفعل التحولات الكبرى في قطاع الاتصالات والمعلوماتية. وقد ساهمت هذه التطورات في تسهيل تدفق المعلومات، وتعزيز الترابط بين الأسواق المالية والاقتصادية على نطاق عالمي، مما جعل العولمة أكثر تجذرًا وتأثيرًا في المشهد الاقتصادي العالمي.

وفي السياق ذاته، تواصل العولمة ترسيخ وجودها من خلال إطار تشريعي جديد يدعم تحرير الأسواق وفتح الحدود أمام التجارة العالمية. فقد أصبحت التشريعات الاقتصادية الحديثة إحدى الركائز الأساسية للعولمة، حيث تهدف إلى إزالة الحواجز الجمركية والتنظيمية، وتعزيز حرية انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين الدول. وبهذا المعنى، يُنظر إلى تحرير التجارة الدولية باعتباره المحور المركزي للعولمة الاقتصادية، حيث يسهم في تكامل الأسواق العالمية، وزيادة مستويات التفاعل الاقتصادي بين الدول.

وقد لعبت العوامل الاقتصادية دورًا جوهريًا في تسريع وتيرة العولمة وتعميق تأثيرها، ومن أبرز هذه العوامل²:

- 1- التسارع الكبير في نمو التجارة الدولية مقارنةً بالنتائج المحلي الإجمالي، إضافةً إلى تنوع قنواتها وآلياتها، مما عزز من الترابط الاقتصادي بين الدول.
- 2- تزايد مستويات الاندماج بين الأسواق المالية العالمية، الأمر الذي أدى إلى تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود بوتيرة غير مسبوقة.
- 3- الزيادة الملحوظة في تدفقات الأموال والاستثمارات الأجنبية المباشرة، التي أصبحت أحد المحركات الرئيسية للنمو الاقتصادي في العديد من الدول.

¹ محسن أحمد الخضري العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 36.

² سمير المقدسي، "التكامل الاقتصادي العربي والعولمة على مشارف القرن 21"، مجلة شؤون عربية، سبتمبر 2000، العدد 103، ص

- 4- التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الذي ساعد على تسهيل المعاملات المالية والتجارية وتعزيز الترابط بين الشركات والدول.
- 5- ازدياد حركة انتقال القوى العاملة بين الدول، مما ساهم في توسيع سوق العمل الدولي وتعزيز تبادل المهارات والخبرات الاقتصادية.

وبذلك، يمكن القول إن العولمة لم تكن مجرد ظاهرة طارئة، بل هي نتاج لمسار طويل من التحولات الاقتصادية والتكنولوجية، حيث أدت العوامل السابقة إلى تكامل غير مسبوق بين الاقتصادات الوطنية، مما جعل العولمة القوة الدافعة الرئيسية لإعادة تشكيل النظام الاقتصادي العالمي.

الفرع الأول: تعريف العولمة الاقتصادية

تعد العولمة الاقتصادية واحدة من أهم التحولات الاقتصادية التي شهدتها العالم في نهاية القرن العشرين، حيث أصبحت محوراً رئيسياً للنقاش الأكاديمي والسياسات الاقتصادية العالمية. وقد اختلفت التفسيرات حول طبيعة العولمة الاقتصادية، إذ يرى بعض الباحثين أنها تمثل مرحلة متقدمة من تطور المنظومة الرأسمالية، تعكس انتقالاً تدريجياً من نموذج الاقتصاد الدولي، الذي يقوم على اقتصادات وطنية ذات طابع مستقل وتنافسي، إلى نموذج الاقتصاد العالمي، الذي يتسم بتكامل الأسواق وانفتاحها في إطار أنظمة جمركية موحدة¹.

من منظور آخر، يرى بعض الباحثين أن العولمة الاقتصادية تعني تعميق الترابط والتشابك بين الاقتصاديات العالمية من خلال اندماج الأسواق الدولية في مجالات التجارة، والاستثمارات المباشرة، وتدفقات رؤوس الأموال، وحركة القوى العاملة، والتكنولوجيا، وذلك ضمن إطار يقوم على الرأسمالية واقتصاد السوق الحر².

تُشير العولمة الاقتصادية في جوهرها إلى إعادة تشكيل تقسيم العمل الدولي ضمن نظام اقتصادي عالمي تحرري لم يعد يخضع للرقابة التقليدية للدول القومية، كما لم يعد يعتمد على تدخل الدولة المباشر في النشاطات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بحركة السلع والخدمات ورؤوس الأموال على المستوى

¹ حميد الجميلي، مستقبل الأمن الاقتصادي العربي في ضوء تحولات نهاية القرن 20، "مجلة شؤون عربية"، العدد 100، ديسمبر 1999، ص 102.

² محمد الأطرش، "العرب والعولمة ما العمل"، مجلة المستقبل العربي، العدد 229، مارس 1998، ص 101.

العالمي. وقد أدى هذا التحول إلى ظهور نظام اقتصادي أكثر انفتاحًا، حيث أصبحت الأسواق تحدد مسارها وفقًا لقوى العرض والطلب، بعيدًا عن التدخل الحكومي المباشر¹.

ويعرّف بعض الباحثين العولمة الاقتصادية على أنها مجموعة من الظواهر الاقتصادية المترابطة، التي تشمل²:

- 1- **تحرير الأسواق**، من خلال إزالة القيود الجمركية والتنظيمية التي تعيق تدفق السلع والخدمات والاستثمارات.
- 2- **الخصخصة**، التي تتجسد في تحويل الأصول الاقتصادية من الملكية العامة إلى القطاع الخاص، مما يعزز دور القطاع الخاص في قيادة التنمية الاقتصادية.
- 3- **انسحاب الدولة من أداء بعض وظائفها الاقتصادية التقليدية**، لا سيما في إدارة القطاعات الإنتاجية وتوجيه النشاط الاقتصادي.
- 4- **نشر التكنولوجيا الحديثة**، مما ساهم في تسريع عمليات الإنتاج والتوزيع وتعزيز التفاعل بين الأسواق.
- 5- **توزيع الإنتاج عبر القارات**، حيث أصبحت سلاسل الإنتاج والتوريد تعتمد على مواقع متعددة حول العالم، بما يعكس تكامل الاقتصاديات الوطنية ضمن منظومة إنتاج عالمية.
- 6- **التكامل بين الأسواق الرأسمالية**، والذي تجسد في التداخل المتزايد بين الأسواق المالية والاستثمارية العالمية، مما زاد من حجم التدفقات الرأسمالية عبر الحدود.

استنادًا إلى ما سبق، يمكن تعريف العولمة الاقتصادية على أنها مجموعة من المستجدات والتطورات الاقتصادية العالمية التي أدت إلى تعزيز التكامل بين الاقتصادات الوطنية وجعل العالم أكثر ترابطًا من الناحية الاقتصادية. وتشمل هذه الظاهرة تزايد حجم التجارة الدولية واتساع نطاقها، إضافة إلى الاتجاه نحو تحرير الأسواق بشكل كامل، مما أدى إلى إزالة العديد من الحواجز الجمركية والتنظيمية التي كانت تقيد التدفقات الاقتصادية بين الدول.

كما تُعد الشركات العابرة للحدود من أبرز الفاعلين في العولمة الاقتصادية، حيث لم تعد ترى الأسواق الوطنية كحدود لأنشطتها، بل تتعامل مع العالم كوحدة اقتصادية متكاملة، مما أدى إلى إعادة تشكيل سلاسل الإنتاج والتوريد على نطاق عالمي. وبالتالي مع ذلك، ساهم الانتشار المتزايد للتكتلات

¹ عبد الخالق عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² صلاح سالم، "العولمة والطريق الثالث"، بحث للسيد ياسين، مجلة شؤون عربية، العدد 107، سبتمبر 2001، ص 230.

الاقتصادية الإقليمية، مثل الاتحاد الأوروبي واتفاقيات التجارة الحرة، في تعزيز التعاون الاقتصادي بين الدول وزيادة مستويات التبادل التجاري والاستثماري بينها.

إضافة إلى ذلك، لعبت التطورات التكنولوجية في مجالات الإعلام والاتصال دورًا محوريًا في تسريع عملية العولمة الاقتصادية، مما أدى إلى ظهور ما يُعرف باقتصاد المعرفة، حيث أصبحت المعرفة والتكنولوجيا من أهم محركات النمو الاقتصادي، متجاوزة المفاهيم التقليدية التي كانت تعتمد على الإنتاج المادي فقط.

أهم العناصر المميزة للعولمة من الناحية الاقتصادية:

- 1- تحرير التجارة العالمية: إزالة الحواجز الجمركية والتنظيمية لتسهيل حركة السلع والخدمات بين الدول.
- 2- توسع الشركات متعددة الجنسيات: التي أصبحت تلعب دورًا محوريًا في إعادة هيكلة الاقتصاد العالمي.
- 3- التكامل الاقتصادي الإقليمي: من خلال إنشاء التكتلات الاقتصادية والاتفاقيات التجارية.
- 4- التحرر المالي: ازدياد تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، مما أدى إلى تعميق الترابط بين الأسواق المالية العالمية.
- 5- التطور التكنولوجي في الاتصالات والمعلومات: مما ساهم في تسهيل التجارة الإلكترونية والتعاملات المالية الرقمية.
- 6- الانتقال نحو اقتصاد المعرفة: حيث أصبحت المعرفة والمعلومات والتكنولوجيا من أهم عوامل النمو الاقتصادي.

وبذلك، تعكس العولمة الاقتصادية تحولًا جوهريًا في طبيعة الاقتصاد العالمي، حيث أصبحت الأسواق أكثر ترابطًا، والتكنولوجيا أكثر تأثيرًا، والشركات متعددة الجنسيات أكثر نفوذًا، مما أدى إلى تغييرات عميقة في أنماط الإنتاج والتجارة والاستثمار على مستوى العالم.

الفرع الثاني: مظاهر العولمة الاقتصادية

للعولمة الاقتصادية مظاهر عديدة ومتعددة نذكر منها:

1- تحرير التجارة الدولية:

إذا كان هناك اتفاق واسع على أن تحرير التجارة يشكل الركيزة الأساسية للعولمة الاقتصادية، فإنه من الخطأ الاعتقاد بأن هذا المفهوم نشأ فقط في تسعينيات القرن العشرين. فعلى الرغم من أن هذه الفترة شهدت تسارعاً كبيراً في سياسات تحرير التجارة، فإن جذورها تمتد إلى فترات زمنية أقدم، حيث كانت المبادلات التجارية قائمة منذ العصور القديمة، لكنها كانت محدودة من حيث الكم والنطاق والزمن.¹

ومع تزايد الاكتشافات الجغرافية وتطور النظام الرأسمالي، بدأ العالم، وخاصة منذ القرن العشرين، يشهد درجة أعلى من الترابط الاقتصادي، وبرزت سياسات تحرير التجارة بشكل أوضح، لا سيما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث سجل الاقتصاد العالمي نقلة نوعية في حجم المبادلات التجارية.

وفي هذا السياق، لعبت اتفاقية "الجات" (GATT) عام 1947 دوراً محورياً في إرساء الأسس الأولى لنظام التجارة العالمية الحديثة، حيث جاءت هذه الاتفاقية كخطوة لتعزيز تحرير الأسواق وتقليل الحواجز الجمركية، إلى جانب إبرام العديد من الاتفاقيات التجارية متعددة الأطراف التي هدفت إلى تعزيز الانفتاح الاقتصادي العالمي.²

لكن أبرز تطورات ما بعد الحرب العالمية الثانية لم تقتصر فقط على تحرير التجارة، بل شملت أيضاً التكامل المتزايد للاقتصاد العالمي في مجالات مختلفة، أبرزها:

- التجارة الدولية، حيث شهدت معدلاتها نمواً ملحوظاً مقارنة بالنواتج المحلي الإجمالي في معظم الاقتصادات.
- الإنتاج العالمي، الذي أصبح أكثر تكاملاً بفضل سلاسل التوريد العابرة للحدود.
- التدفقات المالية والاستثمارية، التي ازدادت بوتيرة غير مسبقة نتيجة تحرير الأسواق المالية.
- الهجرة الدولية، التي ساهمت في انتقال القوى العاملة وتوزيع المهارات والخبرات بين الدول.

وعليه، فإن تحرير التجارة لم يكن مجرد ظاهرة حديثة، بل هو جزء من عملية تطور طويلة، تعززت مع الوقت بفعل العوامل الاقتصادية والسياسية والتكنولوجية، مما جعلها القوة الدافعة الأساسية لنمو العولمة الاقتصادية وتوسع نطاقها على مستوى العالم.

¹ محمد صفوت قابل، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² حسين لطيف كاظم الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 144.

تتميز التجارة الدولية في الوقت الراهن بخصائص محددة، يمكن تلخيصها في جانبين رئيسيين:¹

الجانب الأول: التحول العميق في مكونات التجارة الدولية

شهدت التجارة العالمية تغيراً جوهرياً في تركيبها، وهو ما يعزى إلى الثورة العلمية والتكنولوجية، التي ساهمت في إعادة تشكيل أنماط الإنتاج والاستهلاك على المستوى العالمي. فقد أتاح التقدم التكنولوجي إمكانية تطوير سلع وخدمات جديدة ذات طابع عالمي، مما أدى إلى زيادة حركة الاستيراد والتصدير، وتعزيز الترابط بين الأسواق الدولية. كما أدى الاعتماد على الاقتصاد الرقمي إلى توسيع نطاق التجارة لتشمل التجارة الإلكترونية والخدمات الرقمية، التي أصبحت تمثل نسبة متزايدة من التبادل التجاري العالمي.

الجانب الثاني: التوسع في تحرير التجارة العالمية

شهدت التجارة الدولية إجراءات كبيرة لتحرير الأسواق، سواء من خلال تخفيض التعريفات الجمركية، التي جاءت ضمن سياسات الانفتاح الاقتصادي، أو عبر الاتفاقيات التجارية المتعددة الأطراف، التي سعت إلى إزالة القيود التي تعيق حركة السلع والخدمات بين الدول. وقد ساهمت هذه الإجراءات في تعزيز التكامل بين الأسواق العالمية، وزيادة التدفقات التجارية، مما جعل التجارة الدولية أكثر كفاءة ومرونة في مواجهة التغيرات الاقتصادية.

إذا كانت العولمة تعني في أحد أبعادها إزالة الحدود الاقتصادية وتحويل العالم إلى قرية كونية، فإن منظمة التجارة العالمية (WTO) تمثل الآلية الأساسية لتحقيق هذا الهدف، حيث تسعى إلى إزالة العوائق التجارية وتعزيز حرية انتقال السلع والخدمات بين الدول، مما يسهم في خلق بيئة اقتصادية أكثر تكاملاً وانفتاحاً.²

وقد شهدت التجارة العالمية نمواً غير مسبوق نتيجة سياسات تحرير الأسواق التي تم تنفيذها عبر اتفاقيات متعددة الأطراف، كان أبرزها جولة الأوروغواي (Uruguay Round)، التي شكلت نقطة تحول رئيسية في النظام التجاري العالمي، بالإضافة إلى ذلك، لعبت الاتفاقيات الثنائية والمتعددة الأطراف دوراً هاماً في تعزيز التبادل التجاري، وتقليل الحواجز الجمركية، وفتح الأسواق أمام المنافسة الدولية.

¹ حسين كاضم الطيف الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 145، 146.

² موسى الغرير، "المنظمات الاقتصادية الدولية، منظمة التجارة العالمية نموذجاً"، مجلة معلومات دولية، ربيع 2000، العدد 64، ص 63.

وقد ساهمت منظمة التجارة العالمية في إرساء نظام تجاري قوي ومتوازن، قائم على قواعد واضحة تحكم العلاقات التجارية الدولية، مما أدى إلى تعزيز التدفقات التجارية، وزيادة حجم التجارة العالمية بوتيرة غير مسبوقة، هذا النمو لم يقتصر على السلع فقط، بل شمل أيضًا تحرير تجارة الخدمات، وزيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتوسيع نطاق التعاون الاقتصادي بين الدول.

2- الثورة العلمية والتكنولوجية

تُعد الثورة العلمية والتكنولوجية من أبرز السمات المميزة للعصر الحديث، حيث أصبحت عاملاً محوريًا في تشكيل النظام الاقتصادي العالمي الجديد، فقد ساهمت هذه الثورة، خاصة خلال العقدين الأخيرين، في تعزيز تيارات العولمة، حيث لعبت دورًا رئيسيًا في إعادة هيكلة النشاط الاقتصادي الدولي، بالتوازي مع اتساع المبادلات التجارية، وزيادة تدفقات الاستثمار والتكنولوجيا، ومن بين العوامل التي عززت انتشار العولمة بشكل كبير، كانت ثورة المعلومات والاتصالات، التي أحدثت نقلة نوعية في بنية الاقتصاد العالمي، فقد أدى انتشار استخدام الكمبيوتر وتطور شبكات الاتصالات العالمية، ولا سيما الإنترنت، إلى تسهيل التجارة الدولية، وتعزيز تجارة الخدمات، وزيادة سرعة تدفقات رؤوس الأموال بين الدول. كما ساهمت هذه التطورات في إزالة الحواجز المادية والزمانية أمام حركة السلع، والخدمات، والأفراد، والمعلومات، مما جعل الاقتصاد العالمي أكثر تكاملًا وتشابكًا.

ومن بين أبرز التأثيرات الاقتصادية لهذه التحولات، صعود قطاع الخدمات ليحتل المرتبة الأولى بين القطاعات الاقتصادية، حيث أصبح يمثل النسبة الأكبر من النشاط الاقتصادي العالم، ويرجع هذا التطور إلى الابتكارات التكنولوجية في مجالات الإعلام والاتصال، التي أدت إلى تحولات جوهرية في أنماط الإنتاج والاستهلاك العالمي، مما جعل الخدمات أحد أهم الركائز الأساسية للعولمة الاقتصادية¹.

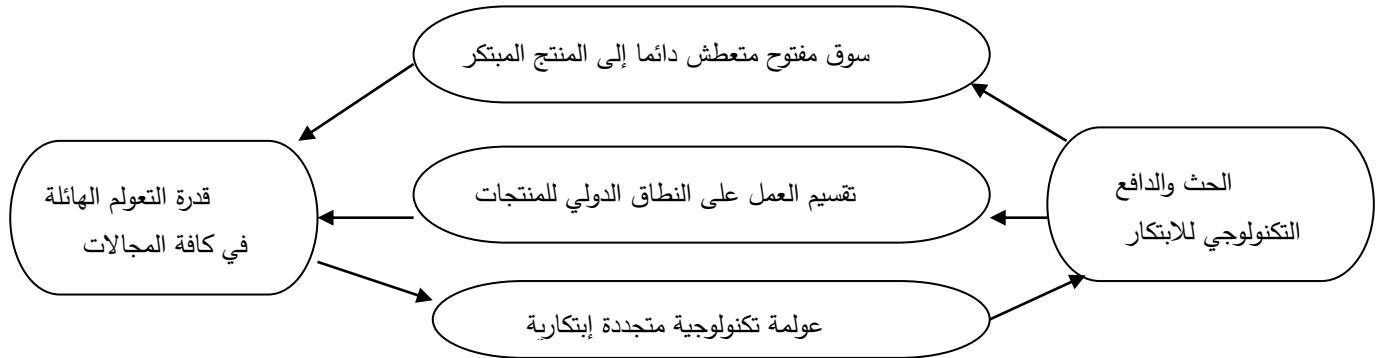
هذا فقد رأى البعض أن العولمة بذلك سلسلة مترابطة من العمليات التكنولوجية التي تتم بهدف تحرير الأسواق، وتمكين الملكية الخاصة للأصول وتهميش وتكميش سيطرة الدولة البيروقراطية على النشاط الاقتصادي².

¹ محمد صفوت قابل، مرجع سبق ذكره، ص 32.

² محسن أحمد الخضير، مرجع سبق ذكره، ص 46.

وقد دعمت هذه التكنولوجيا قدرة المشروعات على التعولم. وهذا كما يوضحه الشكل أدناه، حيث نجد في هذا الشكل منظومة تكنولوجية تدافعية، كل فاعل رئيسي فيها يدفع الآخر ويحركه ويحثه من أجل الوصول إلى مجموعة من الأهداف الكلية الخاصة والعامة والشاملة والمتكاملة.

الشكل رقم (3-1): دور التكنولوجيا في زيادة قدرة المشروعات على التعولم



المصدر: محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 47.

لقد أصبحت ثورة المعلومات الوجه المكمل للعولمة، حيث تمثل أحد أبرز مؤشرات العصر الرقمي، وتعكس مدى ارتباط المعلوماتية بالعولمة، خاصة في مجالات البحث والتطوير، فبفضل التطورات التكنولوجية المتسارعة، لم يعد العلم مجرد أداة لفهم العالم، بل تحول إلى قوة إنتاجية رئيسية، وأصبح المحور الأساسي الذي تعتمد عليه جميع الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية.

وفي هذا السياق، أدركت الشركات والمؤسسات الاقتصادية أهمية الاستثمار في البحث العلمي والتطوير التكنولوجي، حيث شهدت المعرفة العلمية نموًا غير مسبوق من حيث الكم والنوع، مما جعلها موردًا استراتيجيًا لتعزيز القدرة التنافسية وتحقيق الابتكار. ومع تزايد دور التكنولوجيا الرقمية والاتصالات، أصبح الاقتصاد العالمي أكثر تكاملًا وتشابكًا، مما أدى إلى تعميق العولمة الاقتصادية وتحويل العالم إلى قرية مترابطة¹.

وبذلك، يمكن القول إن العولمة في عصر التكنولوجيا تقوم على توحيد المستويات الاقتصادية والتمويلية والتكنولوجية، مما يعزز سرعة الاتصال والتفاعل بين مختلف الدول، كما تهدف العولمة إلى إدماج جميع المناطق الجغرافية ضمن إطار الاقتصاد العالمي، بحيث لا تبقى أي منطقة معزولة عن التطورات الاقتصادية العالمية.

¹ محمد سيد أحمد، "حول إشكالية العولمة"، مجلة السياسة الدولية، العدد 161، المجلد 40، جويلية 2005، ص 38.

3- الشركات العابرة للقارات :

إن الدور المتنامي للشركات الدولية في الاقتصاد العالمي يعكس طبيعة العولمة الاقتصادية، حيث أصبحت هذه الشركات عابرة للحدود الجغرافية، ولم تعد تقتصر على سوق وطنية واحدة، بل تعمل على إعادة هيكلة الإنتاج والتوزيع والاستثمار على نطاق عالمي. فمن خلال إدارة عملياتها عبر مجمل الاقتصاد العالمي، أصبحت هذه الشركات لاعباً رئيسياً في تكامل الأسواق الدولية وتعزيز الترابط الاقتصادي بين الدول،¹ فهذه الشركات تؤثر على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل التكنولوجيا والخبرات التسويقية والإدارية، وتأكيد ظاهرة العالمية في كافة المستويات الإنتاجية والتحويلية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية.²

فهذه الشركات تتجاوز الحدود الوطنية وتتمتع بقدر كبير من حرية تحريك ونقل المواد وعناصر الإنتاج، وتتنظر هذه الشركات إلى العالم كله كوحدة واحدة وتقوم بتنفيذ استثماراتها وشراء مدخلاتها وتنفيذ بحوثها أينما سنحت الفرصة لها، فالشيء الذي يميز كذلك ظاهرة العولمة هو بروز هذه الشركات سواء كانت صناعية أو خدماتية ضخمة والتي لم تعد لها هوية محددة ولم تعد تنتمي لدولة ما، فأصبحت موجودة بنشاطاتها في معظم أرجاء المعمورة وتعوض الأسواق الوطنية، وأن تطور هذه الشركات والقائمة على عقد تحالفات فيما بينها، يجعلها تسيطر وتتحكم وتحدث التكامل بين الأسواق العالمية، ولا تجد صعوبة في نقل سلعها وخدماتها دون أية رقابة دولية.

اندماج هذه الشركات في مجال معين أو قطاع بعينه أو حتى نطاق جغرافي محدد بل أن الأمر شمل كل المجالات والقطاعات وكذا كل أنحاء الكرة الأرضية بصورة مذهلة وسريعة³ ، تُعتبر الشركات متعددة الجنسيات المثال الحي لرأس المال العالمي، حيث تمثل أحد أبرز الفاعلين في النظام الاقتصادي العالمي المعولم، وبفضل حجمها الضخم، وقدرتها على الانتشار الجغرافي، ومرونتها في التنقل عبر الحدود، أصبحت هذه الشركات القوة الدافعة الأساسية وراء العولمة الاقتصادية، حيث تعزز تدفقات التجارة والاستثمار، وتعيد هيكلة الأسواق المالية والإنتاجية.

تشير العديد من المؤشرات الاقتصادية إلى التزايد المستمر لنفوذ هذه الشركات على مستوى الاقتصاد العالمي، ومن أبرز هذه المؤشرات⁴:

¹ إكرام عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² عبد المطلب عبد الحميد، "النظام الاقتصادي العالمي"، مرجع سبق ذكره، ص 52.

³ خالد عبد العزيز الجوهري، "الاندماج بين الظاهرة والهوس"، مجلة السياسة الدولية، العدد 140، أبريل 2000، ص 176

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، "النظام الاقتصادي العالمي...."، مرجع سبق ذكره، ص 63.

- 1- **حجم الإيرادات العالمية:** وفقاً لتقرير مجلة فورشن (Fortune) الصادر في يوليو 1995، بلغ إجمالي إيرادات أكبر الشركات متعددة الجنسيات حوالي 44% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مما يعكس مدى تأثيرها على الاقتصاد العالمي.
- 2- **هيمنتها على المبيعات العالمية:** تسيطر هذه الشركات على حوالي 80% من حجم المبيعات العالمية، مما يعزز دورها كمركز رئيسي في التسويق الدولي وسلاسل التوريد العالمية، كما أن إنتاج أكبر 600 شركة متعددة الجنسيات يمثل ما بين 20% و25% من القيمة المضافة الناتجة عن إنتاج السلع عالمياً.
- 3- **الأصول المالية الضخمة:** تمتلك هذه الشركات أصولاً سائلة تفوق ضعفي الاحتياطات الدولية من الذهب والنقد الأجنبي، مما يعكس تحكمها في السياسة النقدية العالمية واستقرار النظام النقدي الدولي، حيث تلعب دوراً رئيسياً في توجيه تدفقات رؤوس الأموال والاستثمارات العالمية.
- 4- **قيادتها للثورة التكنولوجية:** تساهم الشركات متعددة الجنسيات بشكل كبير في البحث والتطوير التكنولوجي، حيث تعد المسؤولة عن نسبة كبيرة من الاكتشافات العلمية والابتكارات التقنية، مما يعزز مكانتها كقوة دافعة للتحول الرقمي والاقتصاد المعرفي.
- 5- **نمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة:** شهدت الاستثمارات الأجنبية المباشرة زيادة بمعدل 28% سنوياً منذ عام 1985، قبل أن تتراجع نسبياً عام 1993، ثم تعود للنمو السريع عام 1995، مما يعكس ديناميكية توسع هذه الشركات عالمياً، ودورها في تعزيز العولمة الاقتصادية.

تمثل هذه الشركات المحرك الأساسي للعولمة الاقتصادية، حيث تحمل معها فرصاً ضخمة للنمو والابتكار، لكنها في الوقت ذاته تفرض تحديات ومخاطر، مثل التفاوت الاقتصادي، وإضعاف سيادة الدول على اقتصاداتها الوطنية، وقد أدى تأثير العولمة إلى اتجاه الشركات الكبرى نحو الاندماج وتشكيل كيانات اقتصادية عملاقة، مما يعزز سيطرتها على الأسواق العالمية.

في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة، أصبحت الشركات متعددة الجنسيات الفاعل الأساسي في إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي، ومن خلال نفوذها المالي، وقدرتها على التكيف السريع، وهيمنتها على الأسواق الدولية، تلعب دوراً حاسماً في تحديد اتجاهات النمو الاقتصادي، وتطور التكنولوجيا، ومستقبل التجارة والاستثمار في عصر العولمة.

المطلب الرابع: العولمة المالية

يعد تحليل النظريات والمفاهيم الأساسية المتعلقة بالعولمة المالية أمراً بالغ الأهمية لفهم دورها في إدامة الأزمات. تشير العولمة المالية إلى تحرير القطاع المالي المحلي وإلغاء القيود التنظيمية عليه، فضلاً عن تحرير حساب رأس المال، مما يسمح بالتدفق الحر للأموال داخل وخارج اقتصاد البلد. وتؤدي هذه العملية إلى زيادة حركة رأس المال عبر الحدود وتكامل الأسواق المالية المحلية والعالمية. بدأت الموجة المعاصرة من العولمة المالية في الثمانينيات وتسارعت في التسعينيات. وحققت تقدماً كبيراً في الاقتصادات الصناعية المتقدمة، في حين شهدت الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية زيادات أكثر اعتدالاً في مراكز مخزوناتا الخارجية. ويمكن أن تعزى هذه الاتجاهات المتباينة إلى الاختلافات في أنظمة مراقبة رأس المال، والانفتاح المالي، والجودة المؤسسية، وتطورات الأسواق المالية المحلية. لقد كانت العولمة المالية موضوعاً لنقاش أكاديمي واسع النطاق. ويرى بعض الباحثين أنها بمثابة رصاصة سحرية لتحفيز النمو الاقتصادي، في حين يرى آخرون أنها مخاطرة زائدة عن الحاجة ولا يمكن السيطرة عليها. وتتجلى أهمية العولمة المالية في كثافة المناقشات الأكاديمية والسياسية المكرسة لها. ومع ذلك، لا يوجد إجماع بين العلماء بشأن وجود علاقة ذات معنى بين العولمة المالية والتنمية المالية. ولا تزال المستويات العتبية للعولمة المالية التي لها تأثير إيجابي على التنمية المالية بعيدة المنال. لم تكن الدراسات التجريبية السابقة قادرة على تحديد مستويات العتبية هذه بدقة

الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية

من الضروري بداية تحديد مفهوم العولمة المالية وقبلها العولمة الاقتصادية وعدم الخلط بين هذا المفهوم ومفهوم آخر هو التدويل¹، فالتدويل كظاهرة اقتصادية ظهرت في أواخر القرن التاسع عشر عندما عقدت القوى الاقتصادية العظمى (بريطانيا، فرنسا) عزمها على تنفيذ سياسة الحرية التجارية على المستوى العالمي لتخدم هذه الحركة بفعل الموجة الحمائية غير العادية التي اجتاحت العالم فيما بين الحربين العالميتين، ثم عادت لتنشط مجدداً حتى وصلت إلى قممتها، فأصبح هناك درجة عالية من حرية المعاملات في أسواق الدول المختلفة تتيح لها الانفتاح على الاقتصاد الدولي، كما تحررت معاملات الصرف الأجنبي من قيودها ونمت أسواق رؤوس الأموال الدولية على نحو لم يسبق له مثيل، من جهة أخرى تزايد نشاط الشركات المتعددة الجنسيات وتم توقيع منظمة التجارة العالمية، أما العولمة فهي اتجاه جديد معاصر يمثل مرحلة تالية للتدويل وتؤدي إلى قيام نظام اقتصادي عالمي يحل محل النظام الاقتصادي الدولي تختفي فيه الحدود بين اقتصاديات الدول، حيث تتحرر من تحكم السياسات القومية وتصبح مسيرة بقوانين فوق قومية، ويقرر Kenichi Ohmae أن العولمة تعتمد على أربع مقومات رئيسية: أ. حرية رؤوس الأموال في الحركة دون أي عوائق على المستوى العالمي.

¹ عبد الرحمن يسرى حمدي، قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص 285

ب. حرية إقامة الصناعة في انبب الأماكن لها في العالم بغض النظر عن الجنسية أو السياسة المحلية.

ج. عالمية المعلومات التي ترتبت على الثورة التقنية.

د. حرية المستهلك عالميا في انتقاء ما يريد من أي مصدر يشاء.

باعتبار العولمة المالية شكل من أشكال العولمة الاقتصادية يمكن تعريفها بأنها:¹

"النتاج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وترابط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود ولتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا".

الفرع الثاني: تطور ومؤشرات العولمة المالية.²

أولا -تطور العولمة المالية:

إذا كانت للعولمة الاقتصادية جذور تعود إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات أي مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك (كما بينا في الفصل السابق)، فإن العولمة المالية حديثة النشأة نسبيا، فعملها لا يتجاوز أربعين سنة على أكثر تقدير ،حيث تتمثل في ذلك التشابك و الترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية و المالية لمختلف الدول ، و بدأت تتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة وبريطانيا ما بين(1979-1982) ،لتضم باقي الدول الصناعية الأخرى ، ومهما يكن فقد مرت بالمراحل التالية :

1- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر: امتدت هذه المرحلة من (1960-1979) وتميزت

بمايلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.

- ظهور وتوسع أسواق (العملات) بين دول المجموعة الاقتصادية الأوروبية.

- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل بوساطة بنكية.

- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية (الجنيه

الإسترليني ، الدولار).

- انهيار نظام بريتون وودز في 15 أوت 1971 ، وإنهاء ربط الدولار و العملات الأخرى

بالذهب وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية،2006، ص49

² محفوظ جبار ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة ، ملتقى دولي حول العولمة جامعة منتوري ، قسنطينة ،الجزائر ، 2001 ص 94،ص96 ، ص97.

- ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة.
- زيادة المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- إنشاء البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم ، و التي منحت العديد من القروض.
- 2-مرحلة التحرير المالي:** امتدت هذه المرحلة من (1980-1985) وتميزت بمايلي:
 - المرور إلى مالية السوق، أو اقتصاد السوق المالية وصاحب ذلك ربط الأنظمة المالية و النقدية الوطنية بعضها ببعض و تحرير القطاع المالي.
 - انتشار واسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي، وذلك بعد رفع الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة للرقابة على حركة رؤوس الأموال.
 - توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة، و التي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي و إجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات .
 - التوسع الكبير في أسواق السندات و صناديق المعاشات المختصة في جمع الادخار، وهي تتوفر على أموال ضخمة وغايتها تعظيم إيراداتها في الأسواق العالمية.
- 3-مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة¹:** امتدت هذه المرحلة من 1986 إلى غاية الآن وتميزت بما يلي:
 - ضم العديد من الأسواق الناشئة من أوائل التسعينيات من القرن العشرين و ربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام و الأخير في مشوار العولمة المالية.
 - تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها.
 - زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة و ربطها بشبكات التعامل العالمية .
 - تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الانطلاقة من بورصة لندن 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة (Big-Bang)، وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات .
 - الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية ، و التي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات و إفلاس الكثير من البنوك و المؤسسات المالية .
- ومهما تكن مراحل العولمة المالية فإن هذه الظاهرة قد انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول لتسيطر الدائرة المالية على الاقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا ، وينتظر أن يصبح الاقتصاد العالمي ممولا في قسط منه بواسطة الأدوات المالية .

¹ - محفوظ جبار ، مرجع سابق ذكره ص 98

ثانيا -العوامل المفسرة للعولمة المالية¹.

تضافرت عوامل عديدة في توفير المناخ الملائم لتغذية زخم العولمة المالية التي بدأت في التبلور منذ ما يربو على ربع قرن من الزمان، وكان أهم العوامل المفسرة لها :

1-تنامي الرأسمالية المالية²: لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية ، فأصبحت معدلات الربح التي حققها رأس المال المستثمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج ،وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي . تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره على الصعيد العالمي . لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد مالية (قروض ، استثمارات مالية) بشروطه الخاصة .

ولقد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية المالية أيضا بظهور (الاقتصاد الرمزي) وهو اقتصاد تحركه رموز و مؤشرات الثروة العينية أي : الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية .

2-عجز الأسواق الوطنية: عن استيعاب الفوائض المالية : حدثت موجة عارمة من تدفق رؤوس الأموال الدولية ناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن استيعابها، فاتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.

3-ظهور الابتكارات المالية:ارتبطت العولمة المالية بظهوركم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين ،فإلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة (الأسهم، السندات) ،أصبح هناك العد يد من الأدوات الاستثمارية منها المشتقات التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشمل: المبادلات ، المستقبليات ،السقف ،الخيارات ، وكل هذه الأدوات تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وقد ظهرت هذه الأدوات الجديدة تحت تأثير عاملين وهما : أ-الاضطرابات التي سادت سوق الصرف الأجنبي بعد الاتجاه نحو تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة بحيث باتت الضرورة ملحة إلى ظهور تلك الابتكارات لتأمين الحماية للمستثمرين.

ب-المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لاسيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق فاستخدمت هذه الأدوات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة.

4-التقدم التكنولوجي: ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات و المعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس

¹ - جمال الخطيب ،العولمة والأسواق العربية لرأس المال ،مؤسسة طابا ،الطبعة الأولى عشرين مصر 2002 ص17.

² جمال الخطيب مرجع سابق ص18الى ص22.

الأموال من سوق لآخر وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية إلى الحد الذي جعل بعض المحللين الماليين يصفونها كما لو أنها شبكة مياه في مدينة واحدة.

5- التحرير المالي المحلي و الدولي: لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي و الدولي، وقد زادت معدلات النمو للتدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية و الرأسمالية.

6- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية: حدثت تغيرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين وعلى وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية ، وفي هذا الصدد نشير إلى ما يلي :

أ-توسع البنوك في نطاق أعمالها المصرفية، على الصعيدين المحلي و الدولي.

ب-دخول المؤسسات المالية غير المصرفية كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجالات الخدمة التمويلية فخلال الفترة (1980- 1995) انخفض نصيب البنوك التجارية في الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% وفي مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42%.

ج-من خلال المنافسة القوية التي تستشعرها البنوك التجارية من المؤسسات غير المصرفية في مجالات الخدمات التمويلية، قامت بعمليات الاندماج فيما بينها، وتوسيع مجال نشاطها.

ثالثا -مؤشرات العولمة المالية¹: في العقد الأخير من القرن المنصرم ،أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا و تكاملا حيث قفزت التدفقات المالية بين الأسواق المالية قفزة هائلة و يكفي للدلالة على ذلك أن نتبع مؤشرين هما :

-المؤشر الأول: الخاص بتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم و السندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 ،بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا عام 1996 ،و إلى ما يزيد عن 200 % في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام .

- المؤشر الثاني: الخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي ، فإن الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار أمريكي في عام 1995، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام . ومن ناحية أخرى يلاحظ أن جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال ،ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في

¹ عبد الحميد عبد المطلب -العولمة واقتصاديات البنوك -الدار الجامعية الإسكندرية مصر 2001، ص34،ص35

حساب رأس المال ،و الحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون و أسهم المحافظ المالية و الاستثمار المباشر و العقاري و الثروات الشخصية، وتحرير حساب رأس المال ، ومن ثم قابلية حساب رأس المال للتحويل ترتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات .¹

الفرع الثالث: مظاهر العولمة المالية²:

1- تكامل الأسواق المالية لقد شهدت العولمة المالية، وخاصة في القطاع المالي، تقدماً كبيراً منذ منتصف القرن التاسع عشر. وشهدت فترة ما بعد عام 1990 طفرة في تجارة الأصول المالية عبر الحدود، مما أدى إلى سوق مالية عالمية أكثر تكاملاً. ومع ذلك، فقد ساهم هذا أيضاً في الأزمة المالية العالمية في الفترة 2007-2009، مما كشف عن نقاط الضعف في الهيكل المالي الدولي. لقد ارتبطت العولمة المالية بخلق الأزمات وزعزعة استقرار الاقتصادات، مما يؤكد الحاجة إلى اتخاذ سياسات حذرة. ورغم أنها حسنت القدرة على الوصول إلى رأس المال والرفاهية العامة، فقد تسببت أزمة 2007-2009 في انكماش التجارة العالمية والتدفقات المالية. وقد ارتفع تكامل أسواق رأس المال بشكل كبير، خاصة في الاقتصادات الصناعية المتقدمة. لا تزال العواقب المترتبة على العولمة المالية على الاقتصاد الكلي محل نقاش، ولكن من الأهمية بمكان أن يبحر صناع السياسات في المخاطر التي تهدد الاستقرار والاستدامة.

2- تدفقات رأس المال عبر الحدود وقد حذر صندوق النقد الدولي من العولمة المالية، التي تتميز بتدفقات رأس المال عبر الحدود وتكامل الأنظمة المالية المحلية مع الأسواق العالمية، باعتبارها عاملاً محتملاً لزعزعة الاستقرار. وقد وجد أنه يخلق حالات أزمات خطيرة على الصعيدين الإقليمي والعالمي، كما رأينا في أزمة الرهن العقاري الثانوي التي أدت إلى الركود العالمي. وتتركز العولمة المالية إلى حد كبير داخل الاقتصادات الصناعية المتقدمة، في حين تواجه اقتصادات الأسواق الناشئة الضعف أمام الضغوط المالية التي تفرضها هذه الاقتصادات. ويناقش تأثير العولمة المالية على النمو والاستقرار، مع استنتاجات مختلطة توصل إليها العلماء. وفي حين أنه يجلب فوائد مثل تحسين الوصول إلى رأس المال والنمو الاقتصادي، فإن هياكل السياسات الحذرة تشكل أهمية بالغة لضمان أن آثاره الإيجابية تفوق السلبية. ويتعين على البلدان الأفريقية تقييم التوقيت المناسب قبل فتح حساباتها الرأسمالية بشكل كامل، كما أن عوامل

¹ عبد الحميد عبد المطلب مرجع سابق ذكره ص34، ص35

² Dilip K. Das ,Financial Globalization: Growth Integration Innovation And Crisis, London : Palgrave Macmillan, Britain , 2010,p14

مثل الانفتاح التجاري وحرية الاستثمار مهمة للتنمية المالية. ويحتاج صناع السياسات إلى فهم شامل للمخاطر المرتبطة بالعولمة المالية لتعظيم فوائدها مع تخفيف عواقبها السلبية.

3- زيادة حضور الشركات متعددة الجنسيات يعد الوجود المتزايد للشركات المتعددة الجنسيات أحد مظاهر العولمة المالية. لقد كانت قوة كبيرة في تشكيل الاقتصاد العالمي وكان لها آثار إيجابية وسلبية. فمن ناحية، ساهمت العولمة المالية في الاستقرار المالي ودعمت ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصادات المعولمة. وقد لعبت الشركات المتعددة الجنسيات دوراً حاسماً في هذه العملية من خلال توسيع بدائل التمويل وخفض تكلفة رأس المال من خلال إصدارات السندات والأسهم. وقد سمح لهم ذلك بزيادة الاستثمار والسيولة في النظام. علاوة على ذلك، كان تطوير النظام المالي المحلي في الاقتصادات النامية بمثابة تعزيز آخر للتكامل المالي. وقد أدى الاستثمار المتزايد من أسواق رأس المال الدولية إلى تيسير إنشاء منتجات مالية محلية تلبي الطلب الأجنبي والالتزامات المحلية. وقد أدى هذا التطور المنهجي في القطاع المالي المحلي إلى تسريع العولمة المالية. ومع ذلك، فمن المهم أن نلاحظ أن العولمة المالية لها أيضاً جوانبها السلبية. لقد كشفت الفترة الحالية من العولمة المالية عن نقاط الضعف البنيوية التي تعيب البنيان المالي الدولي، الأمر الذي يتطلب تجديداً عاجلاً. وقد سلطت الأزمة المالية العالمية في عام 2008 الضوء على نقاط الضعف هذه وطرحت تحديات أساسية لكل من العولمة والعولمة المالية على وجه التحديد. علاوة على ذلك، يرى المنتقدون أن العولمة المالية تعمل على إدامة التفاوت الاقتصادي والاجتماعي، سواء بين البلدان أو داخلها. كما أنه يساهم في تقلب الأنشطة المالية والاقتصادية، مما يؤدي إلى حدوث أزمات عملة وأزمات مالية دورية تعيثُ فساداً في الاقتصادات. على الرغم من عيوبها، هناك أدلة تشير إلى أن العولمة المالية يمكن أن تساهم في التنمية المالية في البلدان النامية. فهو يسهل نقل المعرفة والتكنولوجيا ورأس المال بتكاليف أقل من الدول المتقدمة. ويشجع المؤسسات على الالتزام بإعداد التقارير الدولية والمعايير التنظيمية مع تعزيز تنوع المخاطر. بالإضافة إلى ذلك، فإنه يوفر الوصول إلى الأسواق العالمية، مما يسمح بتحسين التخصص في الإنتاج. ومع ذلك فإن جني فوائد العولمة المالية يتطلب تلبية مستويات معينة من الجودة المؤسسية، والتنمية المالية، واستقرار الاقتصاد الشامل. ويتعين على صناع السياسات أن يتعاملوا بعناية مع هذه التحديات بينما يأخذون في الاعتبار المزايا المحتملة التي يوفرها المزيد من الاندماج في الأسواق العالمية. وفي الختام، فإن الوجود المتزايد للشركات المتعددة الجنسيات هو مظهر واضح للعولمة المالية. وفي حين أنها ساهمت في الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي، فقد كشفت أيضاً عن نقاط الضعف في الهيكل المالي الدولي وأدت إلى إدامة عدم المساواة. ومن الممكن أن تستفيد البلدان النامية من العولمة المالية من خلال تحسين التنمية

المالية، ونقل المعرفة، والوصول إلى الأسواق العالمية. ومع ذلك، فإن النظر بعناية في الجودة المؤسسية واستقرار الاقتصاد الكلي أمر ضروري لتعظيم هذه الفوائد مع تخفيف المخاطر.

الفرع الرابع: الأزمات المالية العالمية وارتباطها بالعملة المالية

لقد كانت مسألة كيفية تأثير العملة المالية والاقتصادية على انتقال وحدث الأزمات المالية والاقتصادية موضوع بحث ونقاش واسع النطاق. وكانت وجهة النظر التقليدية تتلخص في أن زيادة التكامل الاقتصادي العالمي، مدفوعاً بزيادة التجارة وتدفقات رأس المال عبر الحدود، من الممكن أن تزيد من ضعف البلدان في مواجهة الصدمات الخارجية وتؤدي إلى دورات أعمال وأزمات مالية أكثر تزامناً. وقد ركز أحد جوانب الأدبيات على دور تدفقات رأس المال الدولية، وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحوافز المالية، في نشر الأزمات عبر الحدود. وقد عارضت بعض الدراسات فكرة أن الاستثمار الأجنبي المباشر يوفر الاستقرار، ووجدت أنه حتى الاقتصادات التي تعتمد على الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن أن تشهد تقلبات في تدفقات رأس المال قصيرة الأجل أثناء الأزمات.¹

أظهرت الأبحاث أن الصدمات السلبية التي تتعرض لها البنوك في الاقتصادات المتقدمة يمكن أن تؤثر بشكل كبير على الإقراض وأداء الشركات في الأسواق الناشئة من خلال قنوات نقل مختلفة، بما في ذلك الإقراض المباشر عبر الحدود، والإقراض المحلي من قبل الشركات التابعة للبنوك الأجنبية، وصدمات تمويل البنوك المحلية.²

تقدم الأزمة المالية الآسيوية في أواخر التسعينيات مثالا صارخا على الآثار المزعزعة للاستقرار الناجمة عن الانتكاسات السريعة لتدفقات رأس المال، حيث تشير التقديرات إلى حدوث تأرجح بنحو 11٪ من الناتج المحلي الإجمالي في التدفقات الداخلة والخارجة للبلدان المتضررة.³

ومع ذلك، يبدو أن مدى التعرض لمثل هذه الصدمات يعتمد على عوامل مثل جودة المؤسسات المحلية، وأساسيات الاقتصاد الكلي، وتكوين تدفقات رأس المال.⁴

علاوة على ذلك، تشير بعض الأدلة إلى أن طبيعة التكامل المالي العالمي ربما تكون قد تطورت في فترة ما بعد الأزمة. وقد وثقت الدراسات تباطؤ نمو المراكز المالية عبر الحدود نسبة إلى الناتج

¹ G. Bird, R. Rajan "Financial Crises and the Composition of International Capital Flows: Does FDI Guarantee Stability?." None (2000). DOI: 10.2139/ssrn.253324.

² G. Hale, Tumer Kapan, Camelia Minoiu "Shock Transmission through Cross-Border Bank Lending: Credit and Real Effects." The Review of financial studies (2019). DOI: 10.2139/ssrn.2747562.

³ Marcel Fratzscher "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis." None (2012). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.05.003>.

⁴ Philip R. Lane, Gian Maria MilesiFerretti "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." International Monetary Fund (2017). DOI: <https://doi.org/10.5089/9781484300336.001>.

المحلي الإجمالي العالمي، وتحول في تكوين التدفقات نحو أشكال أكثر استقراراً مثل الاستثمار الأجنبي المباشر، وزيادة مشاركة الأسواق الناشئة في إصلاح الهيكل المالي العالمي.¹ وفي الوقت نفسه، تسلط الأدبيات الضوء أيضاً على الفوائد المحتملة للعولمة المالية والاقتصادية، مثل زيادة الوصول إلى رأس المال والتكنولوجيا وأسواق التصدير، والتي يمكن أن تعزز النمو الاقتصادي والتنمية. ويمكن التحدي في إيجاد التوازن الصحيح بين مزايا ومخاطر التكامل العالمي، الأمر الذي قد يتطلب تعزيز المؤسسات المحلية، وتحسين سياسات الاقتصاد الكلي، وتصميم الأطر التنظيمية المناسبة.²

باختصار، يشير البحث إلى أن العولمة المالية والاقتصادية يمكن أن تلعب بالفعل دوراً مهماً في نقل الأزمات المالية والاقتصادية عبر الحدود، وخاصة عبر قنوات تدفقات رأس المال الدولية. ومع ذلك، يبدو أن حجم وديناميكيات هذه التأثيرات يتأثران بمجموعة من العوامل العالمية والخاصة بكل بلد، والتي من المحتمل أن تكون قد تطورت مع مرور الوقت. إن مواصلة دراسة هذه الروابط المعقدة أمر بالغ الأهمية لفهم وإدارة المخاطر المرتبطة بالتكامل العالمي.

ومع استمرار الباحثين في التعمق في تعقيدات كيفية تأثير العولمة المالية والاقتصادية على انتقال الأزمات وحدوثها، يصبح من الواضح أن المشهد يتطور باستمرار. وفي حين تشير وجهة النظر التقليدية إلى نقاط الضعف التي تأتي مع التكامل العالمي المتزايد، فمن المهم أيضاً أن نعترف بالفوائد المحتملة التي يمكن أن تنشأ من هذا الترابط. إن الأزمة المالية الآسيوية بمثابة تذكير صارخ بالمخاطر التي تتطوي عليها الانتكاسات السريعة لتدفقات رأس المال، ولكنها تسلط الضوء أيضاً على أهمية عوامل مثل المؤسسات المحلية وأساسيات الاقتصاد الكلي في تحديد قدرة أي بلد على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية. وتشير الطبيعة المتطورة للتكامل المالي العالمي في مرحلة ما بعد الأزمة، مع التحول نحو أشكال أكثر استقراراً من تدفقات رأس المال وزيادة مشاركة الأسواق الناشئة في الإصلاحات المالية العالمية، إلى أنه تم تعلم الدروس وإجراء تعديلات للتخفيف من بعض المخاطر. ومع ذلك، فإن تحقيق التوازن الصحيح بين مزايا ومخاطر التكامل العالمي لا يزال يشكل تحدياً. ويشكل تعزيز المؤسسات المحلية، وتحسين سياسات الاقتصاد الكلي، وتنفيذ الأطر التنظيمية الفعالة خطوات حاسمة في إدارة هذه المخاطر وضمان تعظيم فوائد العولمة. ومع استمرار الأبحاث في تسليط الضوء على تعقيدات الروابط المالية والاقتصادية العالمية، فمن الواضح أن الفهم الدقيق لهذه الديناميكيات أمر ضروري لصناع السياسات وأصحاب المصلحة على حد سواء. ومن خلال البقاء يقظين ومتكيفين في مواجهة المشهد

¹ Mikyung Yun "Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring after the Crisis." None (2003). DOI: 10.1017/CBO9781139085083.012.

² W. Soontiens, S. Haemputchayakul "Sustainable Globalization and Emerging Economies : The Impact of Foreign Direct Investment in Thailand." None (NaN). DOI: None.

العالمي السريع التغير، يمكننا أن نتعامل بشكل أفضل مع التحديات والفرص التي تأتي مع العولمة المالية والاقتصادية.

المبحث الثاني: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها

كان لزيادة درجة التكامل المالي والعولمة المالية أثر كبير ليس فقد عند حدوث الأزمات بل وانتقالها بين الدول والأسواق المختلفة وهو ما أسهم في بروز مفهوم العدوى المالية. يستعرض هذا المبحث العدوى المالية من خلال عرض المفاهيم المختلفة للعدوى المالية ومنها غير المقيد، والمقيد، والمقيد بشدة، ثم يستعرض قنوات انتقال الأزمات المالية من خل الآليات المختلفة والتي ترتبط بالعوامل الأساسية الكلية للاقتصاد وسلوك وسيكولوجية المستثمرين.

المطلب الأول: قنوات انتشار الأزمات المالية

الفرع الأول: مفهوم انتشار الأزمة المالية

يمكن تشبيه ظاهرة انتشار الأزمة المالية بمروحة سقف مكونة من أربعة ريش حيث السقف يمثل الاقتصاد المحرك أما الريش فهي: أسعار السلع والخدمات، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، وأسعار الأوراق المالية، ويجب تطبيق السياسات النقدية والمالية ومراقبة الاستثمارات الأجنبية بميزان حساس يراعي العلاقات المتداخلة والمتشابكة بين مختلف تلك الأسعار، من هنا نلاحظ أن ضمن الأزمة المالية هناك أزمة الصرف، الأزمة المصرفية، أزمة أسواق الأوراق المالية، وأزمة المديونية، ويمكن لأي من هذه الأزمات أن تصبح أزمة شاملة بفعل ما يسمى خطر النظام.

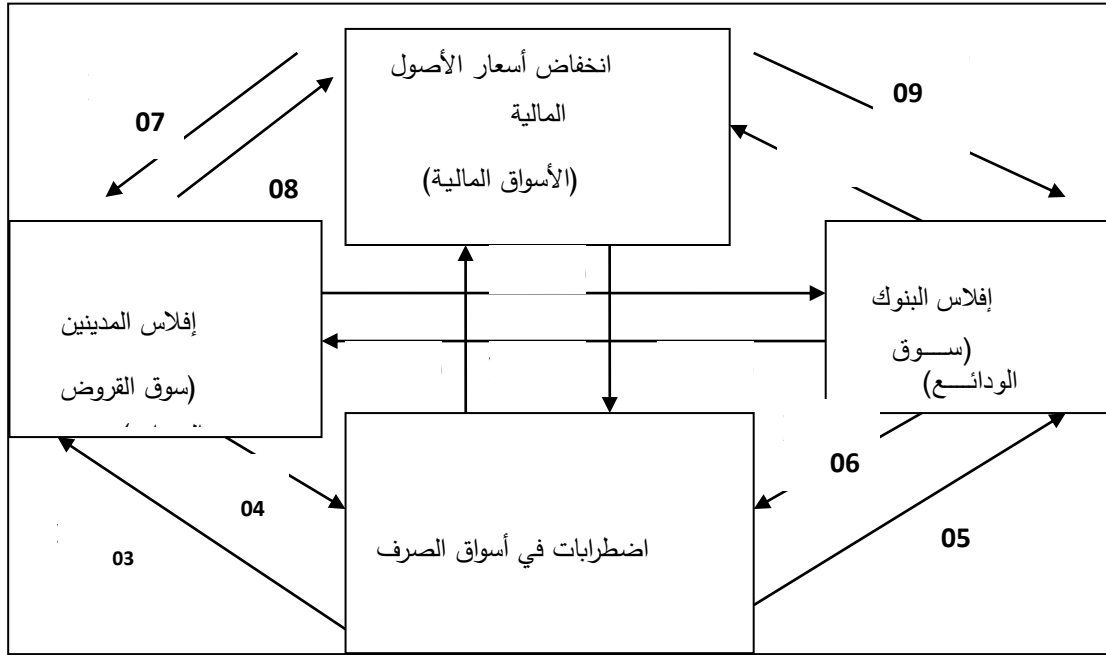
فعلى سبيل المثال، إذا انخفضت أسعار الأسهم في السوق المالية فان ذلك يؤدي إلى حالات عدم الدفع وعدم الملاءة من طرف الوسطاء الماليين والتي تؤدي بدورها إلى أزمة لدى النظام البنكي، الأمر الذي ينجّر عنه أزمة معمقة، كما يمكن أن تظهر الأزمة عند البنوك بسبب تخفيض العملة أو بسبب المنافسة القوية سرعان ما تنتشر إلى الأسواق المالية بسبب الذعر الكبير الذي سيحدث بحكم أن البنوك تمثل أحد أهم المتدخلين في البورصة كوسطاء ماليين أو كمؤسسات مقيدة لأسهم فيها، وبالتالي إفلاسها يؤدي إلى تدهور أسعار البورصة وإلى أزمة مالية شاملة، فقد بينت الدراسة التي قام بها كل من Reinhart و Kaminski سنة 1996 أن 56 بالمائة من الأزمات البنكية تتبع مباشرة بأزمات أخرى منها: أزمة الصرف، أزمة ميزان المدفوعات، بسبب تدهور الصادرات وهذا يرجع أساسا إلى التحرير المالي والعولمة.¹

الفرع الثاني: قنوات انتشار الأزمات المالية

يلخص الشكل الموالي قنوات انتشار الأزمات المالية:

¹ نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص 60

شكل رقم 3-2: قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص 61

- يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لنشأة الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع (البنوك)، وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات:¹
- القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها، وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982.
 - القناة رقم 02: تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929.
 - القناة رقم 03: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
 - القناة رقم 04: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين وخاصة الأجانب، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبير المعروضة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 62

- القناة رقم 05: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.
- القناة رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بالعمليات مع الخارج.
- القناتين رقم 07 و 08: وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.
- القناتين رقم 09 و 10: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.
- القناتين رقم 11 و 12: وتصف كيف يمكن لازمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

المطلب الثاني: عدوى الأزمات المالية

الفرع الأول: ماهية عدوى الأزمات المالية وأصنافها

يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمالية حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشوء أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى هذا من جهة، كما نعني بالعدوى من جهة أخرى هو انتقال أزمة من قطاع إلى قطاع آخر داخل نفس الدولة، مثلا أزمة دين تؤدي إلى أزمة سعر صرف ثم أزمة مصرفية وصولا إلى الانهيار الكامل.

تعتبر العدوى من مميزات الأزمات المالية، إذ لا يمكن الحديث عن أزمة فعلية أو حقيقية إلا إذا انتشر اضطراب متموضع عبر كافة النظام المالي، وذلك نظرا لوجود خطر النظام، فيمكن اعتبار العدوى بمثابة الطابع الديناميكي لخطر النظام، فانطلاقا من مفهوم خطر النظام يمكن تعريف العدوى بأنها: "ظاهرة انتشار اضطراب ما، خاص بمتدخل معين (إفلاس) أو سوق ما (انخفاض أسعار الأصول)، عبر كافة النظام نظرا للترابط الموجودة للأنشطة وتصرفات المتدخلين والترابط المتزايد للأسواق"¹

¹ عمار آيت بشير، مرجع سابق، ص ص: 36-38

يمكن التمييز بين صنفين من العدوى:¹

أولاً: العدوى المحاكية "contagion mimétique": تتعلق بالمتدخلين في نفس السوق أو نفس القسم من النظام المالي، وهي تحدث أساساً من مشكلة عدم تماثل المعلومات، فالمحاكاة تنشأ من الالتقاء العشوائي لمجموعة من الأفراد لا يحوزون على المعلومات بالصفة المطلوبة، ومن ثم فكل واحد يحاول تقليد الآخرين نظراً لسوء انتشار المعلومات بينهم فعندما لا يحوز الجمهور على المعلومات التامة والصادقة يزداد احتمال حدوث العدوى وانتشار الهلع المالي، ويندرج تحت هذا الصنف قسمين آخرين من العدوى المحاكية:

1. العدوى الأفقية: عن طريق الارتباطات الموجودة بين مختلف الأسواق المالية، ويرجع هذا النوع من العدوى إلى مختلف الأنماط الالكترونية للاتصال التي تضمن انتقال المعلومات بصفة آنية عبر مختلف بقاع العالم مما يسهل من انتشار أي موجة تحدث في أي سوق إلى باقي الأسواق نتيجة المعلومات المشتركة بينها.

2. العدوى العمودية: تحدث نتيجة تزايد التكامل العمودي بين الأسواق، فقد أصبحت الأسواق النقدية والأسواق المالية أكثر ترابطاً لا سيما بفضل أسعار الفائدة، إضافة إلى الترابط الموجود بين الأسواق المالية وأسواق الصرف، وكذا العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار السندات.

ثانياً: العدوى النظامية "contagion systémique": تتمثل في ظاهرة انتشار اضطراب متموضع في قسم ما نحو الأقسام الأخرى من النظام المالي.

الفرع الثاني: آليات انتقال الأزمات المالية

يمكن للعدوى أن تنتقل من خلال ثلاث آليات مهمة لانتشار الأزمة:²

1. آلية الآثار الموسمية أو آثار مانسون **Monsoonal effects**: وهي تركز على الصدمات العالمية التي تتزامن آثارها في عدد من الدول بحيث تؤثر هذه الصدمات على المتغيرات الأساسية في تلك الدول، كمثال على ذلك ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي ولدت أزمة مديونية في دول أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينات.

2. آلية الآثار الجانبية أو العرضية **Spillover effects**: وتشير إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في دولة ما على سلوك وحركة المتغيرات الكلية الأساسية في دولة أو مجموعة دول أخرى، وذلك من خلال الروابط الحقيقية بين الدول مثل التجارة الدولية أو التنسيق بين السياسات، حيث يترتب على تخفيض سعر الصرف في دولة ما زيادة القدرة التنافسية لسلعها في السوق الدولي وبالتالي تنقص القدرة التنافسية للدول الأخرى.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 39-40

² نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص ص: 315-316

3. آلية العدوى الصافية Purecontagion: تقوم بالأساس على تغير هيكل وجذري في توقعات المستثمرين التي لا ترتبط بتغير المتغيرات الأساسية وتزداد قابلية العدوى كلما تزايد الدين الخارجي ذو الفوائد المتغيرة وانخفاض مستوى الاحتياطيات الدولية، وازداد العجز في الميزان التجاري.

الفرع الثالث: نماذج العدوى المالية ومؤشرات حدوثها

أولاً: نماذج العدوى المالية

يمكن حصر نماذج العدوى المالية في الجدول الموالي:

جدول رقم 3-1: نماذج العدوى المالية

آليات التحول في الأزمة المعدية	إمكانية التنبؤ بالأزمة	إمكانية منع وقوع الأزمة
نموذج الروابط الاقتصادية: تؤثر الأزمة على الأساسيات في الدول الأخرى.	جيد	ضعيف
نموذج الوعي المتزايد: تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى.	معتدل	جيد
نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية: تقوي الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر.	جيد	ضعيف
نموذج سلوك القطيع: الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.	ضعيف	معتدل

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر ، 2005 ، ص 34.

تتلخص مضامين هذه الأنواع في الآتي:¹

أ. نموذج الروابط الاقتصادية

طبقاً لهذا النموذج فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكشحة تجارياً أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، وتتضمن أشكال هذا النموذج الأشكال التي قدمها كل من: Gerlach & Smets سنة 1994 ، Huch & Kasa سنة 1997 .

ب. نموذج زيادة الوعي

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق، ص ص: 35-38

يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة وهنا يُفترض بأن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب المستثمرين، وهذا النموذج يرتبط ارتباطا وثيقا بنموذج سلوك القطيع (والذي سوف نتناوله لاحقا)، ففي عالم يتزايد فيه الوعي نجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي

تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا البلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفاعل.

ج. نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية

نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تجديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوبون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في الأوراق المالية وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول، وبقدر ما يستطيع مدير الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقا للموقع الجغرافي لهذه الدول بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد، وعلاوة على ذلك فانه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى دول تعاني من ديون خارجية كثيرة تمثل دين إقليمي في شكل أوراق مالية لان مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية، ومع ذلك كلما تم تحديد تركيب أو تكوين الأوراق المالية قانونا فان الموقع الجغرافي لم يعد مؤشرا مقيدا في إمكانية التعرض لأزمات مالية.

د. نموذج سلوك القطيع

يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون. إن الأزمة في احد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغييرات في هذه البلدان وذلك من اجل تقليل مخاطر استثماراتهم، وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، في هذه الحالة تنتقل عدوى الأزمة عبر الآلية المعروفة بـ"نداء الاستيقاظ" بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان

الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة.

ثانيا: مؤشرات حدوث الأزمات المالية

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدمات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم أو تعرضها لأزمة في العملات في صنفين:

- 1- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية التي تهز ثقة المستثمرين.
- 2- الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب التي تجعله عرضة لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

ويقدم لنا الجدول الموالي قائمة بهذه المؤشرات:

جدول رقم 3-2: المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	- ارتفاع معدل التضخم
- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية	- نمو التدفق النقدي وتزايد العجز المالي
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	- انخفاض معدل نمو الصادرات
- تحرر سوق المال الحديث	- ارتفاع نسبة الاعتمادات المالية المحلية من الناتج الإجمالي
- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض
- انخفاض الائتتاب في سوق الأسهم	- ارتفاع نسبة عجز الحسابات الجارية من الناتج الإجمالي
- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم	- زيادة الديون الخارجية وديون العملات الأجنبية
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه	- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي
	- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية و البطالة

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، مرجع سابق، ص 39

في الواقع، حتى الدول التي تظهر القليل من المؤشرات التقليدية على التعرض للأزمات المالية التي يوضحها الجدول أعلاه لديها ما يدعو للقلق اتجاه العدوى المالية ذات الأسباب الخارجية، ويمكن

توضيح هذه النقطة خاصة إذا علمنا أن هذه المؤشرات التقليدية كانت قد أوضحت قبيل حدوث الأزمة في المكسيك وتايلاند سنة 1996 أن اقتصاديات هذه الدول ما تزال مزدهرة ومنتعشة، وأن الأداء الاقتصادي قد تحسن فهي لم تعكس حالة التدهور المالي أو الاقتصادي في الأسواق المالية الناشئة بدول جنوب شرق آسيا خلال السنوات الثلاثة التي سبقت أزمة 1997، لذلك وبما انه لم يكن من الممكن التنبؤ بالأزمة بناء على المؤشرات السالفة الذكر فقد تم اعتماد مؤشرات أخرى قائمة على أساس النماذج الأربعة يمكن تقديمها في الجدول الموالي الذي يبين مجموعة إشارات تعرض الدول للعدوى المالية.

جدول رقم 3-3: الظروف التي تشير إلى إمكانية التعرض للإصابة بالعدوى

مؤشرات العدوى		التي يمكن أن تطبق على
		أزمات الأسهم
		أزمات العملات
1- الروابط الاقتصادية: - روابط اقتصادية قوية بالدولة التي تمر بالأزمة - تنافس قوي مع الدولة التي تمر بالأزمة		X X
2- الوعي المتزايد: - أساسيات مشابهة للدولة التي تمر بالأزمة - هياكل مالية وسياسية غير عملية - ضعف أو عدم اكتمال البيانات الاقتصادية أو التحاليل المتاحة للمستثمرين		X X X
3- تسوية محفظة الأوراق المالية		X
4- سلوك القطيع: - آلية تدفق رأس المال في الماضي - السيطرة على الأسواق بواسطة مستثمري التجزئة والصناديق المشتركة		X X

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، مرجع سابق، ص 44

يمكن القول¹ أن نماذج العدوى الأربعة لها دلالاتها المختلفة بالنسبة للتعنب بالازمات وإمكانية منع حدوثها، ومن المحتمل إمكانية التعنب بسلسلة من الازمات المعدية بمجرد حدوث الأزمة الأولى، ولكن قد يكون هناك تعنب بسيط بما يمكن أن تفعله دول واقعة تحت تأثير الازمات لمنع حدوث أو وقوع أزمات أخرى، كما يمكن تجنب الازمات الناشئة من جانب المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم بيانات ومعلومات كاملة، وذلك بعملية تحليل جيد للبيانات ذات الصلة بالأزمة والإبلاغ عن هذه البيانات مع إتباع السياسات الاقتصادية الكلية، أما الازمات الناشئة عن تسوية محفظة الأوراق المالية هي أزمات يمكن التعنب بها طالما ظل هيكل الأوراق التجارية هو نفسه مع مرور الأيام تحت إشراف نفس الهيئة الإدارية، وأخيراً

فإن الدفاع المضاد للازمات الناشئة عن سلوك القطيع يمكن أن يتم بإدخال نظم التحكم في رأس المال والرقابة عليه والتي تستلزم تكلفة عالية.

المبحث الثالث: المناهج التجريبية لاختبار العدوى²

لقد زاد عدد الأبحاث التجريبية التي تدرس العدوى على نطاق واسع في العقود القليلة الماضية. هناك مجموعة من الكمية المختلفة المنهجيات في الأدبيات ذات الصلة والتي يمكن تصنيفها حسب الاختلاف تعريفات العدوى. وفقاً للبنك الدولي، يمكن تقسيمها من الناحية المفاهيمية إلى ثلاث فئات، اعتماداً على مدى تحديد تعريف العدوى. شرعنا أدناه التعاريف ووصف المنهجية التجريبية لاختبار العدوى. تعريف واسع: هذا هو التعريف الأوسع حيث تشير العدوى إلى انتقال العدوى عبر البلاد الصدمات أو الآثار العامة غير المباشرة عبر البلاد. وبموجب هذا التعريف، يمكن أن تكون العدوى تنتقل عبر روابط حقيقية أو مالية، بحيث يطلق عليها أحياناً العدوى المبنية على الأساسيات (Calvo and Reinhart, 1996). هذه الأشكال من قد تعكس الحركات المشتركة ترابطاً طبيعياً، وليس من الضروري أن تكون مرتبطة بالازمات، على الرغم من التأكيد عليها في فترات الازمات. تعريف مقيد: ويشير التعريف الثاني للعدوى إلى انتقال الصدمات إلى اقتصاد آخر أو إلى ارتباط بين البلدان، بما يتجاوز أي رابط أساسي بين الاقتصادات والدول. أبعد من الصدمات الشائعة. يُعرف أحياناً باسم الحركة المشتركة الزائدة. تعريف مقيد للغاية: وفي التعريف الثالث، تحدث العدوى عندما تزداد الارتباطات بين البلدان خلال

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق، ص 45

² Lillian Cheung, Chi-sang Tam and Jessica Szeto. CONTAGION OF FINANCIAL CRISES: A LITERATURE REVIEW OF THEORETICAL AND EMPIRICAL FRAMEWORKS. hong kong monetary authority.2009.pp9-14

فترة معينة "أوقات الأزمات" مقارنة بالارتباطات خلال "أوقات الهدوء." هذا هو جدا تعريف مقيد ويستخدم في الغالب في التحليلات التجريبية لتحديد العدوى حدوث والقياسات. عادة ما تأخذ مثل هذه الدراسات في الاعتبار عمليات النقل عبر الحدود الجغرافية لسوق أصول معينة، مثل سوق الأوراق المالية. دنجي وآخرون(2004) . تقديم مسح شامل للغاية في الآونة الأخيرة الدراسات التجريبية لهذا الموضوع. من ناحية، تم اعتماد النهج الأكثر شيوعا في دراسات العدوى تتضمن نماذج بدون قناة انتقال محددة، حيث تتبع معظم هذه الأساليب من إطار نموذج العامل الكامن (شارب، 1964) من خلال فحص معلمة معينة تتعلق بنقل صدمة غير متوقعة على عودة الأصول من اقتصاد إلى اقتصاد آخر. على الجانب الآخر، هناك بعض الدراسات الأخرى المتعلقة بالتأثيرات غير المباشرة (على عوائد الأصول) عبر الاقتصادات من خلال بعض القنوات المحددة. كل هذه المنهجيات مرتبطة العدوى الغامضة الطويلة الأمد والتي ليست أسبابها موحدة تمامًا. الهدف يهدف هذا القسم إلى تقديم مقدمة موجزة عن مفاهيم ومبادئ النظام الأساليب الشائعة المستخدمة في دراسات العدوى. الرسم البياني 1 يعطي ملخصا موجزا عن الطرق المختلفة المستخدمة في دراسة العدوى

الشكل 3-4: نظرة عامة على الدراسات التجريبية حول العدوى.



المصدر: من اعداد الطالب بناءا على الدراسات القياسية السابقة

المطلب الاول: نماذج ليس لها قناة نقل محددة :هناك ثلاثة أنواع رئيسية من النماذج في الأدبيات وهي (1) الكامنة نموذج العامل، (2) تحليل الحركة، و (3) نماذج عدم التماثل واللاخطية. وتناقش أدناه بإيجاز مفاهيم ومبادئ كل من هذه النماذج

الفرع الأول: نموذج العامل الكامن: يتم تعريف مصطلح العدوى بشكل شائع في هذا النوع من النماذج على أنه التأثير الصدمات في أسواق الأصول خلال فترة الأزمات. يمكن أن توجد هذه الصدمة كصدمة صدمة غير متوقعة في نموذج عائد الأصول البسيط، أو كمحفز للتغيير في المعتقدات أو توقعات المستثمرين في نموذج تبديل النظام. منذ الصدمة الخارجية لا يمكن ملاحظتها، يتم استخدام أنواع مختلفة من نماذج العوامل الكامنة للتحقيق في وجود العدوى. **أولاً: نموذج الصدمة غير المتوقعة:** يعتمد هذا النوع من التحليل على نموذج العامل ثنائي المتغير التالي

$$\begin{aligned} y_{1, \text{normal}, t} &= \lambda_1 w_t + \delta_1 u_{1,t} \\ y_{2, \text{normal}, t} &= \lambda_2 w_t + \delta_2 u_{2,t} \end{aligned} \quad 1$$

$$\begin{aligned} y_{1, \text{crisis}, t} &= \lambda_1 w_t + \delta_1 u_{1,t} \\ y_{2, \text{crisis}, t} &= \lambda_2 w_t + \delta_2 u_{2,t} + \gamma_{2,1} u_{1,t} \end{aligned} \quad 2$$

حيث $y_{1, \text{normal}, t}$ و $y_{2, \text{crisis}, t}$ هي عوائد أصول منخفضة في الاقتصاد i خلال الفترات العادية وفترات الأزمات المحددة مسبقاً على التوالي؛ w_t يمثل الصدمات الشائعة التي التأثير على جميع عوائد الأصول في النظام (في كلا الاقتصادين) مع التحميل π ؛ الشروط ti_u ، هي عامل كامن مميز لسوق الأصول في الاقتصاد i في وقت التحميل أنا δ . تشير التعبيرات الواردة في (1) و (2) إلى أن عائد الأصول في الاقتصاد 2 موجود أيضاً تتأثر بالصدمات الفقهية للاقتصادات الأخرى مع تحميل $\gamma_{1,2}$ خلال فترة الأزمة، مما يعكس أن هناك عدوى من الاقتصاد 1 إلى الاقتصاد 2 إذا $\gamma_{1,2}$ هو بارز. في ظل مجموعة من الافتراضات القياسية حول خصائص w_t و ti_u ، 3، يمكن إجراء اختبار العدوى من خلال التركيز على التغيرات في تقلب أزواج العملات عوائد الأصول بين الفترات العادية وفترات الأزمة. من المعادلتين (1) و (2)، التباينات المشتركة بين عوائد الأصول للاقتصادين 1 و 2 في كل من دولتان هما:

$$\text{Normal : } E(y_{1, \text{normal}, t} y_{2, \text{normal}, t}) = \lambda_1 \lambda_2 \dots \dots \dots 3$$

$$Crisis : E(y_{1,crisis,t}, y_{2,crisis,t}) = \lambda_1 \lambda_2 + \gamma_{2,1} \delta_1 \dots\dots\dots 4$$

وضح المقارنة (3) و (4) أن التغير في التباين بين حالتين هو $2,1 \square 1$ لذلك، أهمية 1،2 γ يمكن فحصها عن طريق اختبار الإحصائية أهمية هذا التغير. 4 تم اعتماد هذا النهج من قبل (Dungey et al. (2002; 2003). وتظهر نتائجهم أن هناك تأثيرات عدوى دولية كبيرة نتجت عن ذلك من أزمة روسيا و.LTCM.

ثانيا: نموذج التوازنات المتعددة إلى جانب نموذج الصدمة غير المتوقعة: هناك تيار آخر من الدراسات التي تأخذ في الاعتبار الصدمات الكامنة في إطار متعدد الوسائط. التغيرات في أحوال المستثمرين التوقعات والمعتقدات وبالتالي السلوكيات خلال فترة الأزمة شائعة تفسيرات العدوى في الدراسات التحليلية. (Dornbusch et al. 2000) وتعني مثل هذه التغيرات ضمناً أن التوزيع الأساسي لعوائد الأصول ينبغي أن يكون متنوعاً بشكل عام، أي أن النموذج الأساسي يحتوي على توازنين مستقرين أو أكثر. في توازن N في هذه الحالة، يمكن التقاط هذه الخصائص من خلال مزيج من التوزيعات:

$$f(y_{i,t}) = \sum_{j=1}^N \phi_j f_j(y_{i,t}) \dots\dots\dots$$

5

حيث $f(y_{i,t})$ هي الكثافة الاحتمالية لعائد الأصول ϕ_i ؛ $y_{i,t}$ هي أوزان الكثافات الفردية $f_j(y_{i,t})$ في الخليط

$$\sum_{i=1}^N \phi_i = 1 .$$

بحيث

ومع ذلك، فمن الصعب صياغة نموذج للعدوى المتعلقة به هذه التغيرات لأنها لا يمكن ملاحظتها بشكل عام. فرانتشر (2000) وجين و اعتمد ماسون (2000) نموذج التوازنات المتعددة في دراساتهم التجريبية باستخدام نموذج التبديل هاميلتون ماركوفيان (هاميلتون، 1990). لقد وجدوا ذلك إن تأثير العدوى هو العامل الأكثر أهمية في أزمات العملة في 24 اقتصادا ناشئا خلال الفترة 1986 - 1998. راجع أوراقهم الخاصة بالصيغ المحددة وماسون (1999) ل مناقشة نوعية لهذا النهج.

الفرع الثاني: تحليل الحركة: عندما تنتقل صدمة خارجية من الضحية الأولى إلى وفي حالات أخرى، من المرجح أن تستجيب الأسواق المالية للضحايا اللاحقين بطريقة أ بطريقة مشابهة للطريقة الأولى، مما يسبب حركات مشتركة. مثل هذه الحركات من ولذلك فإن متغيرات السوق المالية (مثل عائد

الأصول والتقلبات) مهمة تلميحات من العدوى. في الممارسة العملية، تحليل معامل الارتباط هو الأكثر طريقة مباشرة للتحقيق في مثل هذه الحركات، في حين أن مدير المدرسة تحليل المكونات هو وسيلة بديلة لتحديد العوامل المشتركة في حركة متغيرات السوق المالية

أولاً: اختبار الارتباط للعدوى: ومن بين جميع الأساليب التجريبية المعتمدة في دراسة العدوى، وتحليل الارتباط والتباين هو الأكثر وضوحاً يقترب. تختبر هذه الدراسات أهمية الزيادة في الأسواق المتقاطعة الارتباط خلال فترة الأزمة المحددة مسبقاً بالمقارنة مع فترة الهدوء فترة. على سبيل المثال، يستخدم (Baig and Goldfajn 1998) تحليل الارتباط اختبار للعدوى في أسواق الأسهم والعملات والمال في البلدان الناشئة الاقتصادات خلال الأزمة المالية الآسيوية في أواخر التسعينيات. لقد وجدوا ذلك وزادت الارتباطات بين العملات والفوارق السيادية بشكل ملحوظ خلال الفترة فترة الأزمة، في حين قدمت ارتباطات سوق الأسهم أدلة مختلطة. ومع ذلك، نظراً لوجود مشكلة عدم التجانس في تقدير معاملات الارتباط، معاملات الارتباط المقدر خلال الأزمة الفترة بشكل عام متحيزة تصاعدياً، وبالتالي اختبار يعتمد على المتحيز الارتباط يعني عدوى زائفة. لمعالجة هذه المشكلة، فوربس و يقرح ريجوبون (2002) تعديلاً لمعامل الارتباط خلال فترة الاضطرابات. النظر في اختبار لوجود العدوى بين الاقتصاد 1 والاقتصاد 2، حيث يكون الاقتصاد 1 هو أصل الأزمة. المعيار انحرافات عوائد سوق الأصول في الاقتصاد 1 خلال الفترة العادية و تلك خلال فترة الاضطراب طبيعية $\sigma_{1,turmoil}$ و $\sigma_{1,normal}$ على التوالي.

ومن الشائع أن نرى $\sigma_{1,turmoil} < \sigma_{1,turmoil}$. إذا، بالإضافة إلى ذلك، لم يكن هناك أي تغيير في العلاقة الأساسية بين عوائد الأصول في السوقين، ثم وسيكون الارتباط بين عوائد الأصول خلال فترة الاضطراب أكبر من ذلك في الأوقات العادية، أي الاضطرابات العادية $\sigma_{1,turmoil} < \sigma_{1,turmoil}$

بحسب فوربس وريجوبون (2002)، يتم إعطاء الارتباط المعدل بواسطة :

$$\tilde{\rho}_{turmoil} = \frac{\rho_{turmoil}}{\sqrt{1 + \left(\frac{\sigma_{1,turmoil}^2}{\sigma_{1,normal}^2} - 1 \right) (1 - \rho_{turmoil}^2)}}$$

...6

هذه دالة قياس غير خطية، والتي تتناقص بالنسبة للتغير في تباين عائد حقوق الملكية في الاقتصاد 1 . لدراسة وجود العدوى بين أسواق الأسهم في 1 و 2، الفرضية الصفرية هي H_0 :

$$\tilde{\rho}_{turmoil} = \rho_{normal}$$

اختبار t البسيط ل تم استخدام مقارنة حجم معاملي الارتباط في هذه الدراسة. الاختبار يتم إعطاء الإحصائية بواسطة

$$T = \frac{F(\tilde{\rho}_{\text{turmoil}}) - F(\rho_{\text{normal}})}{\sqrt{\frac{1}{N_{\text{turmoil}} - 3} + \frac{1}{N_{\text{normal}} - 3}}}$$

7

أين N_{normal} و N_{turmoil} هي أرقام المراقبة المحددة فترات على التوالي؛ و $F(.)$ هو مشغل تحويل فيشر

$$F(x) = \frac{1}{2} \ln \left(\frac{1+x}{1-x} \right)$$

8

وباستخدام طريقة التعديل هذه، يوضح فوربس وريغوبون (2002) أنه لم يكن هناك سوى القليل من الأدلة على انتقال العدوى خلال انهيار السوق الأمريكية عام 1987، وانخفاض قيمة العملة المكسيكية عام 1994، والأزمة المالية الآسيوية عام 1997.

ثانياً: تحليل الارتباط الديناميكي المشروط: نموذج الارتباط الديناميكي المشروط (DCC) الذي اقترحه إنجل (2002) هو طريقة أخرى شائعة الاستخدام في دراسة المخاطر المعقدة. على عكس وفقاً لنهج فوربس وريغوبون (2002)، يتم التعامل مع مشكلة التغيرات بشكل مباشر أثناء تقدير DCC، حيث يتم تقدير DCC من خلال المتبقي الموحد لـ DCC. يسمح نموذج DCC أيضاً بإدراج متغير توضيحي آخر في التقدير لضمان التحكم الجيد في معامل الارتباط للتغيرات الخارجية. تساهم هذه الميزات في شعبية DCC كمقياس للمخاطر المعقدة وتكامل السوق في الأدبيات. على سبيل المثال، يو وآخرون. (2007أ،ب) استخدم DCC لقياس درجة التكامل في أسواق الأسهم والسندات في آسيا. قام تشيانغ وآخرون (2007) بقياس درجة العدوى في الأسواق المالية الآسيوية بين عامي 1996 و 2003 من قبل لجنة تنسيق التنمية. استخدم صندوق النقد الدولي أيضاً DCC كمؤشر لارتباط العائد عبر الأسواق في تقرير المراقبة المنتظم (انظر صندوق النقد الدولي، 2008).

ثالثاً: تحليل المكونات الرئيسية: يعد تحليل المكونات الرئيسية طريقة بديلة لتحديد عوامل حركات المتغيرات المالية عبر البلدان/الأسواق. بشكل عام، الرئيسي تشرح المكونات المجموعة الأساسية من

المتغيرات المالية. في حالة المتغير N ، إذا كانت المتغيرات على خط مستقيم تماماً، فيمكن تفسير كل تباين هذه المجموعة من المتغيرات بواسطة مكون رئيسي واحد. من ناحية أخرى، المكونات الرئيسية N هي هناك حاجة لشرح تباين هذه المتغيرات N إذا كانت المتغيرات متعامدة تماماً لبعضهم البعض. يدرس كامينسكي وراينهارت (2001) حركة أربع فئات من الأصول بين 35 اقتصاداً ناشئاً في الفترة من 1997 إلى 1999، مع وجود سوق الأسهم لديها أكبر حركة في هذه الاقتصادات.

الفرع الثالث: نموذج اللاخطية: وفي بعض الأحيان يعتبر الافتراض الخطي بشأن العلاقة بين عوائد الأصول والصدمات الأجنبية قوياً للغاية في دراسة النوبات المتطرفة. ولهذا الغرض هناك عدد من الدراسات التي تتبنى اللاخطية في نماذجها. يستخدم فافيرو وجيافازي (2002) نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) للتحكم في الترابط بين عوائد الأصول داخل النظام، ثم يستخدمان التباين المتغير وغير الطبيعي للبقايا من هذا الانحدار الذاتي لتحديد الصدمات غير المتوقعة التي قد تنتقل عبر البلدان التي تعتبر دليلاً على العدوى. وتظهر نتائجهم أن هناك عدم خطية في انتشار توقعات تخفيض قيمة العملة (أي العدوى) بين أعضاء آلية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي في العقود القليلة الماضية. من الناحية العملية، يبدأ تحليلهم بنموذج VAR التالي من الدرجة الأولى للمتغير N :

$$z_t = \Phi z_{t-1} + v_t \dots\dots\dots 9$$

حيث z_t هي عوائد الأصول المجمعة عبر الحالتين (العادية والأزمة) في العينة، Φ تحتوي على المعاملات و v_t هو اضطراب الشكل المخفض بمتوسط صفر ومصفوفة التغاير المستمر مع التباين المعطى بواسطة $E(v_i^2) = \sigma_i^2, i = 1, \dots, N$.

يتم تعريف المتغيرات الوهمية التي تلتقط القيم المتطرفة على النحو التالي :

$$d_{i,k,t} = \begin{cases} 1: |v_{i,t}| > 3\sigma_i^2 \\ 0: \text{otherwise} \end{cases} \dots\dots\dots 10$$

حيث يتم تعيين قيمة واحدة للمتغير الوهمي لكل ملاحظة تعتبر قيمة متطرفة. ويتم بعد ذلك تضمين هذه المتغيرات الوهمية في النموذج الهيكلي لعوائد الأصول. للتوضيح، دعونا نفكر في نموذج يحتوي على سلسلتين من عوائد الأصول، وقيمة متطرفة واحدة فقط المحددة في كل سلسلة، ثم يتم إعطاء النموذج الهيكلي على النحو التالي :

$$\begin{aligned} z_{1,t} &= a_{1,2}z_{2,t} + \theta_1 z_{1,t-1} + \gamma_{1,1}d_{1,1,t} + \gamma_{1,2}d_{2,1,t} + \eta_{1,t} \\ z_{2,t} &= a_{2,1}z_{1,t} + \theta_2 z_{2,t-1} + \gamma_{2,1}d_{1,1,t} + \gamma_{2,2}d_{2,1,t} + \eta_{2,t} \end{aligned} \dots\dots\dots$$

11

ومن ثم، فإن كلا من الاختبار المشترك لوجود العدوى بين الاقتصادات (i.e. $H_0: \gamma_{1,2} = \gamma_{2,1} = 0$) واختبار فردي للعدوى من أي بلد إلى آخر (i.e. $H_0: \gamma_{i,j} = 0$, for $i \neq j$) يمكن إجراؤها من خلال تقدير النموذج (11).

مثل آخر رائع للنموذج غير الخطي هو ذلك المعتمد في تحليل سوق العملات في Eichengreen et al. (1995). وفي دراسة أزمات العملة في عشرين اقتصاداً صناعياً، اكتشف الباحثون تأثيرات عدوى كبيرة بين هذه البلدان أثناء الفترة من خمسينيات إلى أوائل تسعينيات القرن العشرين. في بيئة نموذجية ثنائية الاقتصاد، يمكن كتابة نموذجهم على النحو التالي:

$$Crisis_{2,t} = \gamma_{2,1}Crisis_{1,t} + BX_t \dots\dots\dots 12$$

حيث $Crisis_{2,t}$ عبارة عن متغيرات وهمية تساوي واحدًا عندما تكون هناك فترة أزمة في الاقتصاد i وصفر بخلاف ذلك. المتغير X_t عبارة عن مجموعة من المتغيرات التفسيرية المحتملة الأخرى و B هي مصفوفة المعاملات المقابلة. ومن هنا اختبار الوجود العدوى (من الاقتصاد 1 إلى الاقتصاد 2) في هذا النموذج هي مرة أخرى أهمية المعلمة. $\gamma_{2,1}$ وبصرف النظر عن هذا النموذج، هناك أيضًا بعض الدراسات الأخرى للعدوى التي تركز على حدوث التجاوز المشترك لعوائد الأصول من خلال نموذج الاحتمال متعدد المتغيرات.

المطلب الثاني: نماذج ذات قنوات نقل محددة

عادة ما يتم تجاهل أهمية قنوات النقل أو الروابط الأساسية في الدراسات المذكورة أعلاه، والتي تركز على دراسة أهمية العامل الكامن. ومن ناحية أخرى، هناك بعض الدراسات الأخرى التي تركز على فحص الأهمية و/أو الأهمية النسبية لقنوات انتقال الصدمات المحددة، مثل التجارة الثنائية والتدفقات المالية وأوجه التشابه الاقتصادية. وبدلاً من التركيز على وجود العدوى، تركز معظم هذه الدراسات على دراسة أهمية قنوات النقل المختلفة لمخاطر العدوى. ولتحقيق هذه الغاية، يعد نموذج الاحتمالية بمثابة العمود الفقري المشترك لهذا الفرع من الدراسات، حيث يتم قياس أهمية القنوات المختلفة من خلال مساهمتها في احتمالية حدوث الأزمة. النموذج العام هو كما يلي:

$$Crisis_{i,t} = A(Channel_{0,i,t}) + BX_t \dots\dots\dots 13$$

حيث $Crisis_{i,t}$ هو متغير وهمي يساوي واحد خلال فترة الأزمة في الاقتصاد i وصفر فيما عدا ذلك؛ X_t عبارة عن مجموعة من المتغيرات التوضيحية المحتملة الأخرى و B هي مصفوفة المعاملات المقابلة؛ $Channel_{0,i,t}$ عبارة عن متغير (أو مجموعة من المتغيرات) يقيس شدة قناة الإرسال المعنية بين "الصفر الأرضي" المحدد. الاقتصاد والاقتصاد I ، حيث تكون مصفوفة المعاملات المقابلة لها A . ومن ثم فإن أهمية قنوات الإرسال تدل على أهمية المعامل A .

ويستخدم غليك وروز (1999) التدابير التجارية الثنائية كمتغير للقناة، ويقدمان أدلة على أن أنماط التجارة الدولية مهمة في فهم كيفية انتشار أزمات العملة. ومن خلال اعتماد نفس النهج، يقدم فان ريكيجم وويذر (2001) أدلة على أن الإقراض المصرفي، بدلاً من الروابط التجارية وخصائص البلد، يمكن أن يساعد أيضًا في تفسير العدوى. كارامازا وآخرون (2000). يظهر أيضًا أن المستوى العالي من الضعف تجاه الدائن المشترك يرتبط بشكل كبير بالعدوى الإقليمية.

خلاصة الفصل الثالث:

يقدم هذا الفصل لمحة عامة عن الإطار المفاهيمي للعولمة المالية والعولمة الاقتصادية، فضلاً عن عدد من الاختبارات التجريبية الهامة لوجود وخصائص العدوى في الأسواق المالية في الأدبيات الموجودة. في حين أن الأدبيات في هذا المجال واسعة، إلا أنه لا يوجد حتى الآن سوى القليل من الإجماع حول تعريفات العدوى وأسبابها وقياسها. وعلى الرغم من ذلك، فإن العدوى تعد سمة مهمة للآزمات المالية التي يحاول صناع السياسات منذ فترة طويلة إدارتها ومنعها. ويقدم استعراض قنوات العدوى في هذه المذكرة بعض وجهات النظر السياسية بشأن إدارة الآزمات والوقاية منها. ومن المثير للاهتمام أن نلاحظ أن معظم قنوات العدوى التي تمت مناقشتها أعلاه لا تتطلب اللاعقلانية لنقل الصدمة. يمكن أن تكون المعلومات في بلد ما نتيجة للعدوى من أماكن أخرى مفرطة في بعض الأحيان مقارنة بأساسيات المعلومات الكاملة. وهذا يشير إلى أن الحد من عدم تناسق المعلومات من خلال زيادة شفافية السياسات والمعلومات الحكومية، وزيادة إن متطلبات الإفصاح المفروضة على المؤسسات المالية قد تؤدي إلى تحسين أداء السوق والحد من العدوى غير الضرورية. وفي الوقت نفسه، مصادر العدوى من خلال تحقيق الذات وتشير التوقعات ونداءات الاستيقاظ إلى أنه من المهم الحد من الاقتصاد الكلي وهن. وفي الواقع، قد يكون من الصعب التنبؤ بالآزمات في عالم متعدد الآزمات التوازنات، مما يجعل من غير الممكن الحصول على تنبؤ دقيق بتوقيت الآزمات. ومع ذلك، ربما لا يزال من الممكن قياس مدى الضعف النسبي للبلدان في مواجهة الآزمات. وتشير الأدلة التجريبية إلى أن درجة الضعف تعتمد على ما هو ذي صلة الأساسيات تقع في نطاقات معينة، بحيث تكون بعض الاقتصادات أكثر عرضة للخطر من آخرون. في حين أن معظم المنهجيات الحالية تركز على تحديد العدوى، إلا أنها قد يكون من المفيد أكثر لواقعي السياسات استكشاف الأسباب التي تؤدي إلى وجود اقتصاد معين أكثر عرضة للعدوى من غيرها، وما إذا كانت الاقتصادات التي شهدت ذلك وسوف تصبح الأزمة أكثر أو أقل عرضة للعدوى في الآزمات المالية المستقبلية. في حين أن نظرة عامة على الإطار المفاهيمي حول آليات نقل الصدمات الواردة في هذه المذكرة قد توفر فهماً أفضل لأسباب العدوى،

الفصل الرابع:

دراسة قياسية لديناميكيات الاستثمار
الأجنبي في نقل الأزمات المالية
خلال الأزمة المالية العالمية 2008

تمهيد :

شهدت العقود الأخيرة تزايداً غير مسبوق في حجم التدفقات الاستثمارية الأجنبية نتيجة العولمة المالية وتحرير الأسواق، مما أدى إلى ترابط غير مسبوق بين الاقتصاديات الوطنية. ومع ذلك، فإن هذه العولمة المالية لم تكن دائماً مصدر استقرار اقتصادي، حيث كشفت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 عن هشاشة الأسواق المالية العالمية وإمكانية تحول تدفقات رأس المال إلى قنوات رئيسية لنقل الصدمات المالية بين الدول. فقد أدت الأزمة إلى اضطراب واسع في تدفقات الاستثمار الأجنبي، لاسيما الاستثمارات غير المباشرة، مما تسبب في انكماش اقتصادي حاد في العديد من الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة على حد سواء.

في هذا السياق، يهدف هذا الفصل إلى تحليل الدور الذي تلعبه الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة في نقل الأزمات المالية بين الدول، مع التركيز على أزمة 2008 كنموذج لدراسة تأثير العوامل الخارجية على استقرار الاقتصاديات الوطنية. وذلك من خلال تطبيق نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model – VECM) الذي يُمكن من دراسة العلاقة الديناميكية بين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وتدفقات الاستثمار الأجنبي بأنواعه المختلفة، إضافة إلى العوامل المالية الأخرى مثل سعر الفائدة المحلي وتقلبات الأسواق المالية العالمية (مؤشر VIX).

تعتمد الدراسة على بيانات بانل لعدد من الاقتصاديات 10 دول خلال الفترة 2000-2012، مما يسمح بتحليل تأثير الأزمة المالية العالمية من منظور زمني شامل، مع مقارنة فترة ما قبل الأزمة بفترة ما بعدها. سيتم في هذا الفصل تقديم تحليل إحصائي دقيق يتضمن اختبارات الجذر الوحدوي، اختبارات التكامل المشترك، تحليل استجابة الصدمات (Impulse Response Functions – IRF) ، وتحليل تفكك التباين (Variance Decomposition) لفهم ديناميكيات انتقال الأزمات وتأثير مختلف مكونات الاستثمار الأجنبي على الاستقرار الاقتصادي.

المبحث الأول: النظريات المفسرة لدور الاستثمارات الأجنبية في انتقال الأزمات الاقتصادية عبر الدول

نستعرض في هذا المبحث عدة نظريات مستمدة من الدراسات التجريبية السابقة والتي تفسر كيف يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تؤدي دور في انتقال الأزمات المالية والاقتصادية بين الدول وتتمثل هذه النظريات في :

المطلب الأول: نظرية العدوى

برزت نظرية العدوى كإطار بارز لفهم انتقال الأزمات الاقتصادية عبر البلدان. تفترض هذه النظرية أن الأزمات الاقتصادية يمكن أن تنتشر عبر قنوات مختلفة، بما في ذلك العلاقات المالية وسلوك المستثمرين. أحد الجوانب الرئيسية لنظرية العدوى هو الافتراض بأن الاستثمارات الأجنبية يمكن أن تكون بمثابة قناة لنقل الأزمات الاقتصادية من بلد إلى آخر. تهدف هذه المراجعة الأدبية إلى استكشاف الآليات التي تساهم من خلالها الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية عبر الحدود.

وقد تناولت العديد من الدراسات دور الاستثمارات الأجنبية في عدوى الأزمات الاقتصادية. وقد قامت إحدى هذه الدراسات التي أجراها فوربس وريغوبون (2002) بتحليل انتقال الأزمات المالية عبر البلدان باستخدام مجموعة بيانات مكونة من 36 بلداً على مدى 25 عاماً. وجد المؤلفون أدلة على تأثيرات العدوى من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحافظ. ورأوا أن وجود المستثمرين الأجانب في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى تضخيم انتقال الأزمات بسبب ترابطهم مع الأسواق المالية المحلية.

وبحثت دراسة أخرى أجراها بيكارت وهارفي ونج (2005) في دور سلوك المستثمر في عدوى الأزمات المالية. وقاموا بدراسة سلوك المستثمرين الدوليين خلال الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، ووجدوا أن المستثمرين الأجانب لعبوا دوراً هاماً في نقل الأزمة عبر البلدان. ويرى المؤلفون أن سلوك القطيع بين المستثمرين الأجانب، مدفوعاً بعدم تناسق المعلومات والخوف، يمكن أن يؤدي إلى تفاقم آثار العدوى الناجمة عن الأزمات الاقتصادية.

بالإضافة إلى سلوك المستثمرين، تم تحديد الروابط المالية بين الدول أيضاً كقناة لنقل الأزمات الاقتصادية. قامت دراسة أجراها كلايسنس، وكوسي، وتيرونيس (2011) بتحليل تأثيرات العدوى الناجمة

عن الأزمة المالية العالمية في الفترة 2008-2009. ووجد الباحثون أن البلدان التي تتمتع بروابط مالية أقوى، مثل المستويات الأعلى من التجارة والتدفقات المالية، شهدت تأثيرات عدوى أكبر خلال الأزمة. وأشاروا إلى أن هذه الروابط المالية يمكن أن تسهل انتقال الصدمات عبر الحدود، مما يؤدي إلى انتقال عدوى الأزمات الاقتصادية.

علاوة على ذلك، تمت دراسة دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية في سياق مناطق أو بلدان محددة. على سبيل المثال، ركزت دراسة أجراها كيم ووي (2002) على تأثيرات الأزمة المالية الآسيوية على اقتصادات أمريكا اللاتينية. ووجد المؤلفون أدلة على انتقال العدوى من خلال استثمارات المحافظ الأجنبية، مما يشير إلى أن انسحاب المستثمرين الأجانب من الأسواق الآسيوية خلال الأزمة أدى إلى تأثير غير مباشر على اقتصادات أمريكا اللاتينية.

في حين أن نظرية العدوى توفر رؤية قيمة حول انتقال الأزمات الاقتصادية من خلال الاستثمارات الأجنبية، فمن المهم أن نلاحظ أن هذه النظرية واجهت انتقادات أيضًا. ويرى بعض الباحثين أن تأثيرات العدوى التي لوحظت في بعض الأزمات قد تكون مدفوعة بأساسيات مشتركة وليس قنوات انتقال مباشرة. على سبيل المثال، زعم آيكنجرين وروز وويلوسز (1996) أن الأزمة المالية الآسيوية كانت في المقام الأول نتيجة لضعف الأساسيات الاقتصادية وليس تأثيرات العدوى.

وفي الختام، تقدم نظرية العدوى إطارًا لفهم انتقال الأزمات الاقتصادية عبر البلدان عبر قنوات مختلفة، بما في ذلك الاستثمارات الأجنبية. لقد استكشفت العديد من الدراسات دور سلوك المستثمرين والعلاقات المالية في عدوى الأزمات الاقتصادية. ومع ذلك، من المهم إجراء تقييم نقدي للأدلة المقدمة والنظر في تفسيرات بديلة لآثار العدوى الملحوظة. ويلزم إجراء المزيد من البحوث لتعميق فهمنا للآليات التي تساهم من خلالها الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية عبر الحدود.

المطلب الثاني: نظرية التبعية

تعتبر نظرية التبعية إطارًا نظريًا بارزًا يسعى إلى شرح العلاقة بين الدول المتقدمة والدول النامية، خاصة من حيث التبعية الاقتصادية. وتشير هذه النظرية إلى أن الاستثمارات الأجنبية، وخاصة تلك القادمة من البلدان المتقدمة، يمكن أن تديم وتعزز علاقة التبعية بين البلدان.

ظهر مفهوم نظرية التبعية في الخمسينيات والستينيات كرد فعل على نظريات التنمية السائدة في ذلك الوقت، والتي ركزت إلى حد كبير على التحديث والنمو الاقتصادي. جادل منظرو التبعية بأن هذه النظريات فشلت في معالجة ديناميكيات القوة الأساسية وعدم المساواة الهيكلية التي كانت موجودة بين الدول المتقدمة والنامية.

وفقاً لنظرية التبعية، يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تساهم في إدامة التبعية من خلال خلق الاعتماد على مصادر خارجية لرأس المال والتكنولوجيا. إن الدول المتقدمة، بقدراتها الاقتصادية والتكنولوجية المتفوقة، كثيراً ما تستثمر في الدول النامية لاستغلال مواردها وعمالتها وأسواقها. ومع ذلك، فإن هذا الاستثمار يأتي بشروط، لأنه غالباً ما يتضمن شروطاً تخدم مصالح الدولة المستثمرة.

إحدى الآليات الرئيسية التي يمكن أن تؤدي الاستثمارات الأجنبية من خلالها إلى الضعف والتبعية هي من خلال استخراج الموارد الطبيعية. إن البلدان النامية، التي غالباً ما تكون غنية بالموارد القيمة، تصبح أهدافاً جذابة للمستثمرين الأجانب الذين يسعون إلى استغلال هذه الموارد لتحقيق مصلحتهم الخاصة. يمكن أن يؤدي هذا الاستخراج إلى استنزاف الموارد، والتدهور البيئي، ومحدودية التنمية الاقتصادية المحلية.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تؤدي الاستثمارات الأجنبية أيضاً إلى إزاحة الصناعات المحلية وتعزيز الهيكل الاقتصادي الأحادي الجانب. غالباً ما تستثمر الدول المتقدمة في الدول النامية لإنشاء صناعات تخدم أسواقها، بدلاً من تعزيز الصناعات المحلية والتنويع. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى وضع تصبح فيه البلدان النامية معتمدة على تصدير عدد قليل من السلع الأولية، مما يجعل اقتصاداتها عرضة لتقلبات الأسواق العالمية.

علاوة على ذلك، يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تخلق دائرة من التبعية من خلال إدامة ديناميكيات القوة غير المتكافئة. وغالباً ما تتمتع البلدان المتقدمة بقدرة تفاوضية أكبر ويمكنها أن تملّي شروط اتفاقيات الاستثمار، مما يؤدي إلى ظروف غير مواتية للبلد المتلقي. ويمكن أن يشمل ذلك المطالبة بالأجور المنخفضة، وحقوق العمل المحدودة، ونقل التكنولوجيا والمعرفة التي تحابي الدولة المستثمرة.

من المهم أن نلاحظ أن نظرية التبعية واجهت انتقادات على مر السنين. ويزعم البعض أن هذا يبالغ في تبسيط الديناميكيات المعقدة للعلاقات الدولية ويفشل في الأخذ في الاعتبار الفاعلية والفوائد المحتملة التي يمكن أن تجلبها الاستثمارات الأجنبية إلى البلدان النامية. ويرى آخرون أن نظرية التبعية تهمل العوامل الداخلية داخل البلدان النامية التي تساهم في تخلفها.

في الختام، تشير نظرية التبعية إلى أن الاستثمارات الأجنبية، وخاصة تلك القادمة من البلدان المتقدمة، يمكن أن تساهم في الضعف والتبعية في البلدان النامية. إن استخراج الموارد الطبيعية، وتهجير الصناعات المحلية، وإدامة ديناميكيات السلطة غير المتكافئة هي بعض الآليات التي يتم من خلالها إدامة هذه التبعية. ومع ذلك، فمن الضروري إجراء تقييم نقدي والنظر في وجهات نظر بديلة عند دراسة تأثير الاستثمارات الأجنبية على البلدان النامية.

المطلب الثالث: نظرية العولمة

تركز نظرية العولمة، كما يوحي اسمها، على الترابط بين الاقتصادات والتكامل المتزايد للأسواق المالية في جميع أنحاء العالم. ويسلط الضوء على دور الاستثمارات الأجنبية في تسهيل هذا الترابط وكيف يمكن أن يؤدي إلى انتقال الأزمات الاقتصادية عبر الحدود. تهدف هذه المراجعة الأدبية إلى استكشاف مساهمات الاستثمارات الأجنبية في ترابط الاقتصادات وانتقال الأزمات الاقتصادية لاحقًا.

لقد اكتسب مفهوم العولمة اهتمامًا كبيرًا في العقود الأخيرة بسبب التوسع السريع في التجارة الدولية والاستثمار والتقدم التكنولوجي. لقد درس الباحثون والاقتصاديون على نطاق واسع آثار العولمة على جوانب مختلفة من الاقتصاد، بما في ذلك النمو الاقتصادي، والحد من الفقر، وعدم المساواة في الدخل، والاستقرار المالي.

أحد الجوانب الرئيسية للعولمة هو التدفق المتزايد للاستثمارات الأجنبية عبر الحدود الوطنية. يشير الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) إلى الاستثمار الذي تقوم به شركة أو فرد في بلد ما في شركة تقع في بلد آخر. فالاستثمار الأجنبي المباشر لا يوفر رأس المال للبلدان المتلقية فحسب، بل يجلب معه أيضًا التكنولوجيا والخبرة الإدارية والقدرة على الوصول إلى أسواق جديدة.

ومع ذلك، يرى أنصار نظرية العولمة أن الترابط الناتج عن الاستثمارات الأجنبية يمكن أن يؤدي أيضًا إلى انتقال الأزمات الاقتصادية. عندما تحدث أزمة في بلد ما، فمن الممكن أن تنتشر بسرعة إلى

بلدان أخرى من خلال قنوات مختلفة، مثل الروابط التجارية، والعدوى المالية، ومعنويات المستثمرين. ويمكن أن يكون لانتقال الأزمات عواقب وخيمة على كل من بلد المصدر والبلدان المتلقية.

وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية وانتقال الأزمات الاقتصادية. على سبيل المثال، وجد كامينسكي وراينهارت (1999) أن البلدان ذات المستويات الأعلى من الملكية الأجنبية شهدت انخفاضاً أكبر في أسعار الأسهم خلال الأزمة المالية الآسيوية في الفترة 1997-1998. وبالمثل، وثقت مجلة فوربس وريغوبون (2002) أن البلدان التي لديها تدفقات أعلى من الاستثمار الأجنبي المباشر كانت أكثر عرضة للعدوى خلال أزمة البيزو المكسيكي في الفترة 1994-1995.

وتشير هذه النتائج إلى أن الاستثمارات الأجنبية يمكن أن تزيد من انتقال الأزمات الاقتصادية. فالترابط الذي يخلقه الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن أن يؤدي إلى الانتشار السريع للصدمات المالية وانتشار العدوى عبر الحدود. وتكتسب هذه الظاهرة أهمية خاصة في عالم اليوم الذي تحكمه العولمة، حيث أصبحت الأسواق المالية شديدة التكامل، وحيث أصبحت تدفقات رأس المال أكثر مرونة من أي وقت مضى.

علاوة على ذلك، فإن ترابط الاقتصادات من خلال الاستثمارات الأجنبية يمكن أن يؤدي أيضاً إلى آثار غير مباشرة للأزمات الاقتصادية. على سبيل المثال، يمكن أن تنتشر الأزمة في أحد قطاعات الاقتصاد بسرعة إلى قطاعات أخرى، مما يؤثر على الأداء الاقتصادي العام للبلد. ويمكن ملاحظة هذا الترابط في الأزمة المالية العالمية عام 2008، حيث كان لانهيـار سوق الإسكان في الولايات المتحدة عواقب بعيدة المدى على الاقتصادات في جميع أنحاء العالم.

ومع ذلك، فمن الأهمية بمكان أن نلاحظ أن العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية وانتقال الأزمات الاقتصادية ليست أحادية الاتجاه. وفي حين يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تساهم في الترابط بين الاقتصادات، فإنها يمكن أن تعمل أيضاً كقوة استقرار في أوقات الأزمات. على سبيل المثال، يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر أن يوفر مصدراً مستقراً لرأس المال والاستثمار خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، مما يساعد على التخفيف من الآثار السلبية للأزمة.

علاوة على ذلك، فإن تأثير الاستثمارات الأجنبية على انتقال الأزمات الاقتصادية يمكن أن يختلف باختلاف البلدان والمناطق. ومن الممكن أن تؤثر عوامل مثل مستوى التطور المالي، والجودة المؤسسية، وانفتاح الاقتصاد على مدى تعرض أي بلد للعدوى. ولذلك، فمن الضروري النظر في هذه العوامل السياقية عند تحليل العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية وانتقال الأزمات الاقتصادية.

وفي الختام، تسلط نظرية العولمة الضوء على الترابط بين الاقتصادات والتكامل المتزايد للأسواق المالية من خلال الاستثمارات الأجنبية. وفي حين يمكن للاستثمارات الأجنبية أن تساهم في ترابط الاقتصادات، فإنها يمكن أن تؤدي أيضا إلى انتقال الأزمات الاقتصادية عبر الحدود. العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية وانتقال الأزمات الاقتصادية علاقة معقدة وتتأثر بعوامل مختلفة. ولذلك، هناك حاجة إلى مزيد من البحث لفهم الآليات التي تساهم من خلالها الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية وتطوير الاستجابات السياسية المناسبة.

المطلب الرابع: نظرية التمويل

تعتبر نظرية التمويل إطارًا بارزًا يؤكد على التأثير المتزايد للأسواق والمؤسسات المالية في الاقتصاد العالمي. وتسلط هذه النظرية الضوء على المخاطر المحتملة المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية، وخاصة استثمارات المضاربة، وقدرتها على تفاقم الأزمات الاقتصادية من خلال خلق الهشاشة وعدم الاستقرار المالي. إن فهم الكيفية التي يمكن بها للاستثمارات الممولة من الخارج أن تسهل انتقال الأزمات الاقتصادية أمر بالغ الأهمية بالنسبة لصناع السياسات والباحثين على حد سواء.

لاستكشاف هذا الموضوع، تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية. وقد بحثت إحدى هذه الدراسات التي أجراها آيشنغرين وأرتيتا (2001) دور المستثمرين الأجانب في الأزمة المالية الآسيوية في أواخر التسعينيات. ووجد الباحثون أن الانسحاب المفاجئ لرأس المال الأجنبي من الاقتصادات الآسيوية لعب دورا هاما في إثارة الأزمة. وزعموا أن استثمارات المضاربة، المدفوعة بدوافع ربحية قصيرة الأجل، خلقت بيئة من الضعف المالي، الأمر الذي أدى في نهاية المطاف إلى انهيار العديد من الاقتصادات الآسيوية. تسلط هذه الدراسة الضوء على العواقب السلبية المحتملة للاستثمارات الأجنبية في أوقات الاضطرابات الاقتصادية.

ومن المساهمات المهمة الأخرى في هذا المجال عمل راديليت وساكس (1998)، اللذين درسا تأثير تدفقات رأس المال الأجنبي على البلدان النامية. وقالوا إنه على الرغم من أن الاستثمارات الأجنبية يمكن أن تحقق فوائد اقتصادية، إلا أنها تعرض البلدان أيضًا لمخاطر مالية. وحدد المؤلفون ظاهرة تعرف باسم "دورة الازدهار والكساد"، حيث تؤدي تدفقات رأس المال الأجنبي إلى طفرات اقتصادية في البداية ولكنها يمكن أن تؤدي لاحقًا إلى انكماش اقتصادي حاد. وغالبًا ما تتغذى هذه الدورة من خلال استثمارات المضاربة ويمكن أن تؤدي إلى تضخيم انتقال الأزمات الاقتصادية عبر الحدود. وتؤكد الدراسة على أهمية فهم المخاطر المحتملة المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية التمويل.

بالإضافة إلى الدراسات التجريبية، تم أيضًا تطوير أطر نظرية لشرح العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات الاقتصادية. توفر فرضية مينسكي لعدم الاستقرار المالي (1982) رؤى قيمة في هذا المجال. جادل مينسكي بأن الأسواق المالية بطبيعتها غير مستقرة وعرضة للأزمات بسبب أنشطة المضاربة. وافترض أنه خلال فترات الاستقرار الاقتصادي، يصبح المستثمرون راضين بشكل متزايد ويتحملون مستويات أعلى من المخاطر، مما يؤدي في النهاية إلى تراكم الهشاشة المالية. وعندما تحدث صدمة، مثل الانسحاب المفاجئ للاستثمارات الأجنبية، ينهار النظام المالي الهش، مما يؤدي إلى أزمة اقتصادية. تسلط نظرية مينسكي الضوء على دور استثمارات المضاربة، بما في ذلك الاستثمارات الممولة من الخارج، في خلق عدم الاستقرار المالي ونقل الأزمات الاقتصادية.

في حين أن نظرية التمويل توفر رؤى قيمة حول المخاطر المحتملة المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية، فمن الضروري التعامل مع نتائجها بحذر. كما هو الحال مع أي مجال أكاديمي، من الضروري التحقق من المصادر المناسبة والاستشهاد بها لضمان دقة المعلومات المقدمة. تعد مراجعة الأدبيات هذه بمثابة نقطة انطلاق لمزيد من الاستكشاف للموضوع، ولكن من الضروري للباحثين وصانعي السياسات إجراء أبحاثهم الخاصة والتشاور مع المصادر ذات السمعة الطيبة لضمان موثوقية المعلومات التي يستخدمونها.

المطلب الخامس: نظرية تنوع المحفظة الاستثمارية

نظرية تنوع المحفظة هي مفهوم أساسي في التمويل يشير إلى أنه يمكن للمستثمرين إدارة مخاطرهم من خلال توزيع استثماراتهم عبر بلدان مختلفة. تقول هذه النظرية أنه من خلال الاستثمار في

بلدان متعددة، يمكن للمستثمرين تقليل تأثير التقلبات الاقتصادية في أي بلد على محفظتهم الإجمالية. ومع ذلك، من المهم النظر في المخاطر المحتملة المرتبطة بهذه الاستراتيجية، خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية.

وقد استكشفت العديد من الدراسات العلاقة بين تنويع المحفظة وإدارة المخاطر. على سبيل المثال، وجدت دراسة أجراها بيكارت وهارفي (2000) أن تنويع الاستثمارات عبر البلدان يمكن أن يؤدي إلى انخفاض المخاطر وزيادة العائدات للمستثمرين. ويجادلون بأنه من خلال الاستثمار في البلدان ذات الخصائص الاقتصادية والمالية المختلفة، يمكن للمستثمرين تقليل احتمالية تعرضهم لخسائر كبيرة خلال فترات الركود الاقتصادي.

وعلاوة على ذلك، يشير بيكارت وهارفي (2000) إلى أن تنويع المحفظة عبر البلدان يمكن أن يكون فعالاً بشكل خاص في الحد من مخاطر العدوى أثناء الأزمات المالية. تشير العدوى إلى انتشار الضائقة المالية من بلد إلى آخر، مما يؤدي إلى تأثير الدومينو المتمثل في عدم الاستقرار الاقتصادي. ومن خلال تنويع محافظهم الاستثمارية عبر بلدان متعددة، يمكن للمستثمرين التخفيف من تأثير العدوى وربما الحد من خسائرهم.

ومع ذلك، فقد سلطت دراسات أخرى الضوء على العيوب المحتملة لتنويع المحفظة الاستثمارية خلال الأزمات الاقتصادية. على سبيل المثال، يرى فوربس وريغوبون (2002) أنه خلال أوقات الأزمات، قد ينخرط المستثمرون في سلوك القطيع ويسحبون استثماراتهم من بلدان متعددة في وقت واحد. ومن الممكن أن يؤدي هذا السلوك إلى تفاقم تأثير العدوى ويؤدي إلى انتقال سريع وواسع النطاق للأزمات الاقتصادية.

وتقدم الدراسة التي أجراها فوربس وريغوبون (2002) أدلة تجريبية تدعم وجود العدوى أثناء الأزمات المالية. ووجدوا أنه خلال الأزمة المالية الآسيوية في أواخر التسعينيات، سحب المستثمرون استثماراتهم من العديد من البلدان الآسيوية، مما أدى إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم في جميع أنحاء المنطقة. ويشير هذا إلى أن تنويع المحفظة الاستثمارية، رغم فعاليتها في ظروف السوق العادية، قد لا يوفر دائماً حماية كافية في أوقات الأزمات.

علاوة على ذلك، فإن دراسة كامينسكي ورينهارت (2000) تسلط الضوء على دور تنويع المحفظة في نقل الأزمات الاقتصادية. ويزعمون أن المستثمرين الأجانب، مدفوعين بدوافع تنويع المحفظة الاستثمارية، قادرون على المساهمة في تضخيم الأزمات ونقلها عبر البلدان. عندما يسحب المستثمرون استثماراتهم من دولة واحدة، فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى سلسلة من ردود الفعل لتدفقات رأس المال إلى الخارج من بلدان أخرى، مما يؤدي إلى تأثير العدوى.

باختصار، تشير نظرية تنويع المحفظة إلى أن الاستثمار في بلدان متعددة يمكن أن يكون بمثابة استراتيجية لإدارة المخاطر للمستثمرين. ومن خلال تنويع محافظهم الاستثمارية، يمكن للمستثمرين تقليل تأثير التقلبات الاقتصادية وربما الحد من خسائرهم. ومع ذلك، في أوقات الأزمات الاقتصادية، قد لا يوفر تنويع المحفظة حماية كافية. وقد ينخرط المستثمرون في سلوك القطيع ويسحبون استثماراتهم من بلدان متعددة في وقت واحد، مما يؤدي إلى تأثير العدوى وتفاقم انتقال الأزمات الاقتصادية.

المطلب السادس: نظرية الاقتصاد السياسي

لقد تم الاعتراف بالاستثمارات الأجنبية منذ فترة طويلة باعتبارها محركاً هاماً للنمو الاقتصادي والتنمية في العديد من البلدان. ومع ذلك، فإن دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية قد حظي بالاهتمام أيضاً في السنوات الأخيرة. ومن أجل الحصول على فهم شامل لهذه الظاهرة، وظف الباحثون أطراً نظرية مختلفة، بما في ذلك نظرية الاقتصاد السياسي، لاستكشاف العلاقة المعقدة بين العوامل السياسية والاقتصادية في التأثير على دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية.

توفر نظرية الاقتصاد السياسي عدسة قيمة يمكن من خلالها دراسة تأثير القرارات السياسية وديناميكيات السلطة على الاستثمارات الأجنبية وتأثيرها على الأزمات الاقتصادية. وتشير هذه النظرية إلى أن العوامل السياسية، مثل السياسات واللوائح الحكومية، يمكن أن تشكل تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى بلد ما. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تؤثر ديناميكيات القوة بين البلدان المختلفة أيضاً على توزيع الاستثمارات الأجنبية وتأثيرها المحتمل على الأزمات الاقتصادية.

أحد الجوانب الرئيسية لنظرية الاقتصاد السياسي هو اعترافها بدور القرارات السياسية في تشكيل انتقال الأزمات الاقتصادية عبر البلدان. يمكن أن يكون للقرارات السياسية، مثل التغييرات في السياسات

التجارية أو أنظمة الاستثمار، تأثير كبير على تدفق الاستثمارات الأجنبية وبالتالي على انتقال الأزمات الاقتصادية. على سبيل المثال، قد يؤدي قرار الحكومة بتحرير سياساتها التجارية إلى جذب الاستثمارات الأجنبية، مما يمكن أن يساهم في النمو الاقتصادي. لكن إذا تدهور المناخ الاقتصادي العالمي وحدثت أزمة، فإن هذه الاستثمارات الأجنبية قد تصبح ضعيفة وتساهم في نقل الأزمة إلى البلد المضيف.

علاوة على ذلك، يمكن لديناميكيات القوة بين الدول أيضًا أن تشكل انتقال الأزمات الاقتصادية من خلال الاستثمارات الأجنبية. وقد تتمكن الدول الأقوى والأكثر نفوذًا من ممارسة قوتها لجذب الاستثمارات الأجنبية، في حين قد تواجه الدول الأضعف تحديات في جذب مثل هذه الاستثمارات. ومن الممكن أن يؤدي عدم تناسق القوى هذا إلى تفاقم انتقال الأزمات الاقتصادية، حيث قد تكون البلدان الأقوى مجهزة بشكل أفضل لتحمل تأثير الأزمة، في حين قد تعاني البلدان الأضعف من عواقب أكثر خطورة.

ومن خلال توظيف نظرية الاقتصاد السياسي، يمكن للباحثين استكشاف مختلف وجهات النظر والآليات والعوامل السياقية التي تؤثر على دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية. على سبيل المثال، يمكنهم دراسة كيفية تأثير القرارات السياسية المختلفة، مثل التغييرات في أنظمة الاستثمار أو السياسات التجارية، على تدفق الاستثمارات الأجنبية وقابلية تعرضها للأزمات الاقتصادية. ويمكنهم أيضًا تحليل ديناميكيات القوة بين البلدان وكيفية تشكيل توزيع الاستثمارات الأجنبية وتأثيرها المحتمل على الأزمات الاقتصادية.

علاوة على ذلك، يمكن للباحثين النظر في دور العوامل السياقية في التأثير على العلاقة بين العوامل السياسية والاقتصادية في انتقال الأزمات الاقتصادية من خلال الاستثمارات الأجنبية. ويمكن أن تشمل هذه العوامل السياقية مستوى التنمية الاقتصادية، واستقرار المؤسسات السياسية، ووجود أطر تنظيمية فعالة. على سبيل المثال، قد تكون البلدان التي لديها مؤسسات سياسية ضعيفة وأطر تنظيمية غير كافية أكثر عرضة للتأثير السلبي للاستثمارات الأجنبية أثناء الأزمات الاقتصادية.

وفي الختام، تقدم نظرية الاقتصاد السياسي إطارًا قيمًا لفهم دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية. ومن خلال النظر في تأثير القرارات السياسية وديناميكيات السلطة، يمكن للباحثين الحصول على نظرة ثاقبة للعلاقة المعقدة بين العوامل السياسية والاقتصادية في هذه العملية. ومع ذلك،

من المهم ملاحظة أن النتائج والاستنتاجات المقدمة في مراجعة الأدبيات هذه تستند إلى تفسير وتوليف الأبحاث الحالية.

المبحث الثاني: دور الاستثمارات الأجنبية كقناة لنقل الأزمات المالية بين الدول

تؤدي الاستثمارات الأجنبية دوراً مهماً في نقل الأزمات المالية بين الدول. ومع توسع الشركات الأجنبية عبر الحدود، فإنها تصبح أكثر عرضة للظروف الاقتصادية والمالية في البلدان المضيفة. تؤثر الأزمات على المستويات العالمية والإقليمية والوطنية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تظهر الإحصاءات انخفاضاً خلال الأزمات. إن لأنواع المختلفة من الأزمات المالية تأثيرات متباينة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. وتؤدي الأزمات المصرفية وأزمات العملة إلى خفض قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل كبير، في حين أن أزمات التضخم لها تأثير أقل. ويلعب نوع الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً أيضاً، حيث تكون عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود أكثر تأثراً من الاستثمارات في المجالات الجديدة. تعتبر التدفقات المالية والتجارة القنوات الرئيسية لنقل الأزمات المالية بين البلدان. وتشهد البلدان النامية المرتبطة بالاقتصاد العالمي تأثيرات أقوى وأسرع للأزمات. لقد أدى التكامل المالي إلى دورة مالية عالمية متأثرة بالسياسة النقدية الأمريكية، مما تسبب في تدفق رؤوس الأموال وتقلبات أسعار الأصول على مستوى العالم. ويمكن للاستثمارات الأجنبية أن تؤدي إلى تفاقم آثار العدوى وتخفيفها أثناء الأزمات. وفي حين أنها يمكن أن توفر التمويل اللازم وتدعم النمو الاقتصادي، فإنها يمكن أن تكون أيضاً عرضة للانتكاسات أو الانخفاض بسبب زيادة النفور من المخاطرة. إن فهم كيفية عمل الاستثمارات الأجنبية كقناة لنقل الأزمات المالية أمر بالغ الأهمية بالنسبة لصناع السياسات. إن إدراك التأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والمخاطر المحتملة يسمح لواضعي السياسات بتنفيذ الأنظمة والإجراءات المناسبة للتخفيف من الآثار السلبية وتعزيز الاستقرار أثناء الأزمات.

المطلب الأول: تعريف القنوات التجارية والمالية لنقل الأزمات

ويتأثر انتقال الأزمات المالية بين الدول بعوامل مختلفة، بما في ذلك الاستثمارات الأجنبية. يمكن أن تؤثر الأزمات المالية على الحسابات الجارية من خلال قناتين رئيسيتين: القناة التجارية والقناة المالية. تميل البلدان الأكثر انفتاحاً على التجارة إلى تحقيق تحسينات أكبر في أرصدة حساباتها الجارية بعد الأزمة المالية. خلال الأزمة المالية العالمية عام 2008، شهدت البلدان الأكثر انفتاحاً تجارياً انكماشاً

كبيرة في الإنتاج والاستهلاك والاستثمار والطلب الكلي. وبالإضافة إلى القناة التجارية، أصبح دور الروابط المالية بين البلدان متزايد الأهمية في نقل الصدمات. لقد سمح التكامل المالي المتزايد على مستوى العالم بانتقال الأزمات بشكل أكبر. تميل القطاعات المالية عالية التطور في البلدان إلى تحقيق فوائض أقل أو عجز أعلى مقارنة بالبلدان ذات القطاعات المالية الأقل تطوراً. يتم تحديد دور التطوير المالي في أرصدة الحسابات الجارية من خلال مؤشرات بديلة مثل مؤشر التنمية المالية (FDIX) ومؤشر المؤسسات المالية (FIIX). تقيس هذه المؤشرات عمق وجودة وكفاءة وفعالية كل من الأسواق والمؤسسات المالية. ويمكن للبلدان التي تتمتع بقطاعات مالية عالية التطور أن تجتذب تدفقات رأس المال حتى عند حدوث عجز في الحساب الجاري بسبب تنوع أدوات الائتمان وحجم الائتمان المولد. وقد أبرزت دراسات مختلفة أهمية القنوات التجارية والمالية كآليات لنقل الأزمات المالية. ويمكن أن يحدث انتشار الصدمات من خلال مجموعات البيانات على مستوى الشركات، مما يسلط الضوء على الترابط بين المناطق. ومن المرجح أن تنتقل العدوى عبر البلدان من خلال هذه القنوات بالنسبة للبلدان المتجمعة جغرافياً. يختلف تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) خلال الأزمات المالية حسب نوع الأزمة. وقد أظهرت الدراسات أن نشاط الاستثمار الأجنبي المباشر يتأثر بشكل كبير خلال الأزمات المصرفية وأزمات العملة ولكن تأثيره ضئيل خلال أزمات التضخم. كما تتفاعل الأنواع المختلفة من الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل مختلف مع الأزمات، حيث تشهد عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود انخفاضاً كبيراً في القيمة. وبشكل عام، من الضروري النظر في القنوات التجارية والمالية عند دراسة انتقال الأزمات المالية بين البلدان. ويلعب الانفتاح على التجارة ومستوى تطور القطاعات المالية دوراً هاماً في موازين الحسابات الجارية. يمكن أن تتأثر الاستثمارات الأجنبية، وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر، بشكل كبير بالأزمات المالية ولكن قد يكون لها تأثيرات متفاوتة حسب نوع الأزمة ونوع الاستثمار.

الفرع الأول: القناة التجارية:

يمكن فهم انتقال الأزمة الأمريكية عام 2008 إلى بلدان مختارة من خلال قنوات مختلفة. إحدى القنوات الرئيسية هي النقل عبر التدفقات المالية والتجارة. وكلما اقتربت دولة نامية من الاقتصاد العالمي، كلما كان تأثير الأزمة أقوى وأسرع. ومن حيث التدفقات المالية، فقد انتشرت الأزمة من الدول الصناعية إلى الدول النامية. واجهت المؤسسات المالية والبنوك في هذه البلدان خسائر وصعوبات مالية بسبب تعرضها لأوراق الرهن العقاري عالية المخاطر. ومن الأمثلة على ذلك ميريل لينش، وسيتي جروب، ويو

بي إس، وإتش إس بي سي، وبير ستيرنز، وفورتييس، وداكسيا، وليمان برانرز. وتأثرت السوق المالية الأوروبية أيضًا، حيث تعرضت مؤسسات مثل Northern Rock، وبنك Dresdner Kleinwort الاستثماري، وHBOS، وDexia SA، وLandsbanki Hypo Real Estate Holding، وRoyal Bank of Scotland، وLloyds TSB Group Plc إلى اضطرابات مالية. والروابط التجارية هي قناة نقل هامة أخرى. عندما تعاني دولة ما من أزمة وتخفض قيمة عملتها، تصبح أكثر قدرة على المنافسة من حيث أسعار صادراتها. وهذا يؤثر سلباً على المبيعات المحلية لشركائها التجاريين والدول المنافسة الأخرى في أسواق ثالثة. ونتيجة لذلك، هناك انخفاض في الصادرات والإنتاج في بلدان أخرى، مما يؤدي إلى الضغط من أجل تخفيض قيمة العملة أو هجمات المضاربة. ومن الممكن أن يساهم تنسيق السياسات بين البلدان أيضًا في انتقال الأزمات. قد تتفاعل الدول مع السياسات الاقتصادية في بلدان أخرى من خلال تنفيذ سياسات معينة بنفسها. على سبيل المثال، قد تتطلب الاتفاقيات التجارية رفع الحواجز التجارية استجابة للسياسات النقدية المتساهلة. والقناة الأخرى هي إعادة تقييم البلد أو التعلم. ويقوم المستثمرون بتقييم أداء البلدان استناداً إلى تجاربها من الأزمات السابقة. إذا نظروا إلى بلد ما على أنه ضعيف أو غير مستقر بسبب الأزمات الماضية، فقد يؤدي ذلك إلى آثار سلبية على اقتصاد ذلك البلد. وأخيراً، يمكن للصدمات الإجمالية العشوائية أو الصدمات المشتركة أن تساهم في انتقال الأزمات. وهذه الصدمات عبارة عن أحداث غير متوقعة لها تأثير على اقتصادات متعددة في وقت واحد. في عموم الأمر، تم تسهيل انتقال الأزمة الأمريكية عام 2008 إلى بلدان مختارة من خلال قنوات مختلفة، بما في ذلك التدفقات المالية، والروابط التجارية، وتنسيق السياسات، وإعادة تقييم البلدان، والصدمات المشتركة. وتفاعلت هذه القنوات لخلق تقلبات مالية وأثرت سلباً على الاقتصادات والأنظمة المالية في البلدان المتضررة. إن فهم قنوات النقل هذه أمر بالغ الأهمية لصناع السياسات لتطوير استجابات فعالة للتخفيف من تأثير الأزمات المستقبلية.

الفرع الثاني: القناة المالية:

تعتبر القناة المالية جانباً حاسماً في انتقال الأزمات، لأنها تنطوي على الترابط بين البلدان من خلال أنظمتها المالية. ومن خلال هذه القناة انتقلت الأزمة الأمريكية عام 2008 إلى دول مختارة. تسلط مراجعة الأدبيات الضوء على أن الأزمة تنتج عن التفاعل بين أساسيات الاقتصاد الكلي والصدمات المشتركة. ومن الممكن أن تلعب هذه الصدمات المشتركة، مثل ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات

المتحدة، دوراً مهماً في تطور الأزمة في بلدان أخرى. كانت الروابط المالية بين البلدان موجودة قبل الأزمة المالية وتعتمد على درجة التكامل بين أنظمتها المالية. وهذه الروابط هي نتيجة للعولمة المالية ويمكن أن تزيد من انتقال الأزمات. وتميز المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة بين القنوات الحقيقية لانتقال الأزمات والعدوى النقية، مما يسمح بإجراء تحليل شامل لمصادر الأزمة. وتؤكد الأدبيات أيضاً على أهمية الروابط التجارية والمالية كقنوات لنقل الأزمات. وقد أكدت دراسات مختلفة انتقال أزمة 2007-2009 عبر القنوات المالية، خاصة في الدول الآسيوية ذات التكامل العالي مع الولايات المتحدة. الدراسة التي أجراها كازيا وآخرون (2013). يوضح أيضاً أن الأزمة انتقلت من الولايات المتحدة إلى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من خلال أسعار الأصول وأسعار الفائدة والقنوات التجارية. لقياس الروابط المالية بين البلدان، تستخدم الدراسة بيانات من بنك التسويات الدولية (BIS) يتضمن تحليل الانحدار الإقراض المصرفي المبلغ عنه إلى بنك التسويات الدولية من الولايات المتحدة إلى كل دولة من دول الاتحاد الأوروبي مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي لكل منها. وبالمثل، يتم تجميع بيانات الإقراض المصرفي من جميع البلدان في العينة لحساب الروابط المالية بين دول الاتحاد الأوروبي. ويكشف قسم النتائج والمناقشة أن الروابط الحقيقية بين البلدان، مثل الروابط التجارية والروابط المالية، كانت غير ذات أهمية إحصائية من حيث المساهمة في انتقال الأزمات. ويشير هذا إلى أن العدوى كانت أحد الأسباب الرئيسية لنقل الأزمة المصرفية من الولايات المتحدة إلى الدول الأوروبية، وبين دول الاتحاد الأوروبي ذاتها. وبشكل عام، يسلط هذا المقال الضوء على أهمية القناة المالية في نقل الأزمة الأمريكية عام 2008 إلى بلدان مختارة. ويؤكد على دور الروابط المالية والعدوى في انتقال الأزمات، بينما يناقش أيضاً المنهجية والبيانات المستخدمة لتحليل هذه القنوات. وتدعم النتائج فكرة أن الروابط الحقيقية بين البلدان، من حيث الروابط التجارية والمالية، لم تساهم بشكل كبير في انتقال الأزمة، مما يزيد من تعزيز حجة العدوى كعامل أساسي.

المطلب الثاني: أهمية الاستثمارات الأجنبية كقناة لنقل الأزمات:

تلعب الاستثمارات الأجنبية دوراً كبيراً في انتقال الأزمات المالية بين الدول. عندما يواجه بلد ما أزمة مالية، غالباً ما يؤدي ذلك إلى ظهور أعراض الضائقة المالية وانخفاض قيمة العملة. وتظهر بيانات الأزمات المصرفية النظامية طبيعة هذه الأزمات وشدتها، مع وجود متغير وهمي يشير إلى ما إذا كانت الدولة تعاني من أزمة أم لا. تميل البلدان الأكثر انفتاحاً على التجارة إلى تجربة تحسينات في أرصدة

الحسابات الجارية في أعقاب الأزمات، مما يشير إلى أن الانفتاح يمكن أن يخفف من الآثار السلبية من خلال التعديلات التجارية. وتلعب الاستثمارات الأجنبية أيضاً دوراً حاسماً في نقل الصدمات المالية على مستوى العالم. تؤثر جودة وعمق المؤسسات المالية على أرصدة الحسابات الجارية أثناء الأزمات. إن فهم آليات النقل هذه أمر حيوي لإدارة وتخفيف آثار الأزمات المالية بشكل فعال.

الفرع الأول: العوامل المساهمة في انتقال الأزمة

ويمكن تحليل العوامل المساهمة في انتقال الأزمة إلى آليات انتشار الأزمة المالية الأمريكية على الاقتصاد الآسيوي بناءً على البيانات المدخلة المقدمة. كان للأزمة المالية الأمريكية التي حدثت عام 2008 تأثير كبير على الاقتصاد الآسيوي، الذي ارتبط ارتباطاً وثيقاً بالولايات المتحدة من خلال الصادرات والعلاقات المالية. أحد العوامل المهمة التي تساهم في انتقال الأزمة هو القناة التجارية. وقد نمت العلاقة التجارية بين الولايات المتحدة وآسيا بشكل ملحوظ على مر السنين، مما جعل آسيا تعتمد بشكل كبير على الأسواق الأمريكية. ونتيجة لذلك، تأثرت الشركات المصدرة إلى الولايات المتحدة بشكل خاص بالأزمة. ومع ذلك، فقد وجد أنه في حين أن القناة التجارية أثرت بشكل مؤقت على السلوك التمويلي لهذه الشركات الآسيوية، إلا أنها لم يكن لها أي تأثير على سلوكها الاستثماري والاحتفاظ بالنقد. هناك عامل آخر يساهم في انتقال الأزمة وهو القناة المالية. كانت السوق المالية الآسيوية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالظروف المالية الأمريكية، مما جعلها عرضة لتأثيرات العدوى أثناء الأزمات. وعلى وجه الخصوص، تأثرت الشركات الآسيوية ذات التمويل الخارجي الأقل المتاح بالقناة المالية، مما دفعها إلى تقليل ممتلكاتها النقدية أو استثماراتها. وتسلب هذه النتائج الضوء على أهمية استقرار النظام المالي في منع العدوى. ومن الممكن أن يساعد النظام المالي المستقر في التخفيف من انتقال الأزمات بين البلدان. وهذا يؤكد ضرورة اتخاذ تدابير وأنظمة فعالة لضمان الاستقرار في أوقات الأزمات. علاوة على ذلك، تجدر الإشارة إلى أن الأزمات المالية لها خاصية معدية وتميل إلى الانتشار بسرعة عبر الحدود. وتظهر أمثلة مثل الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، والكساد الكبير، ومؤخراً، جائحة كوفيد-19، كيف يمكن للعدوى المالية أن تؤثر على الاقتصادات على مستوى العالم. وفي الختام، فإن العوامل التي تساهم في انتقال الأزمة بين الدول تشمل القنوات التجارية والمالية. كان للأزمة المالية الأمريكية تأثير كبير على آسيا بسبب علاقتها التجارية القوية مع آسيا والروابط المالية الوثيقة. وأثرت القناة التجارية على الشركات المصدرة إلى الولايات المتحدة، في حين أثرت القناة المالية على الشركات ذات التمويل الخارجي المحدود.

يلعب استقرار النظام المالي دوراً حاسماً في منع آثار العدوى أثناء الأزمات. وتؤكد الطبيعة العالمية للأزمات المالية الحاجة إلى اتخاذ تدابير فعالة لإدارة آثارها والتخفيف من آثارها.

الفرع الثاني: أهمية استخدام الأزمة الأمريكية 2008 كدراسة حالة

تعد الأزمة الأمريكية عام 2008 بمثابة دراسة حالة قيمة لفهم انتقال الأزمات المالية عبر البلدان. وقد استكشفت الدراسات السابقة قنوات العدوى المختلفة، ولكن هذه الدراسة تركز على دور أساسيات الاقتصاد الكلي، وأوجه التشابه السياسي، والتجارة الدولية، والروابط المالية في الانتشار السريع للأزمات المالية. وخلصت الدراسة إلى أن البلدان التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم والائتمان المحلي أو انخفاض أسعار الصرف والحسابات الجارية تميل إلى المعاناة أكثر من هذه الأزمات، مما يؤكد أهمية النظر في القنوات التجارية والمالية. تم تقديم نهج جديد لقياس انتقال الأزمات، مما يسمح بفهم أفضل لدرجة انتقال العدوى وما إذا كان ذلك بسبب تأثيرات العدوى أو الاعتماد المتبادل. وتشير النتائج التجريبية إلى أن أزمة الرهن العقاري الثانوي انتقلت إلى الأسواق المتقدمة في المقام الأول من خلال تأثيرات الاعتماد المتبادل، في حين شهدت الأسواق الناشئة انتقالاً جزئياً أو ضعيفاً بسبب تأثيرات العدوى. ولهذه النتائج آثار على إدارة المحافظ واستراتيجيات تخفيف المخاطر. بشكل عام، تساهم دراسة الحالة هذه في فهم العدوى المالية وآلياتها، مما يساعد صناع القرار على اتخاذ قرارات أكثر استنارة خلال أوقات الأزمات.

المبحث الثالث : دراسة الدراسة القياسية للاستثمار الاجنبي خلال الأزمة المالية

العالمية 2008 باستخدام نماذج بانل خلال الفترة 2000-2012

يتناول هذا المبحث التحليل التطبيقي لدور الاستثمارات الأجنبية في انتقال آثار الأزمة المالية لعام 2008 إلى الاقتصاديات الوطنية، وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) لتحليل العلاقة الديناميكية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وعدة متغيرات تمثل الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وغير المباشر (تدفقات الحافظة الاستثمارية Portfolio والإقراض المصرفي الأجنبي Foreign Bank Claims)، إضافة إلى سعر الفائدة المحلي وتقلبات الأسواق العالمية (مؤشر VIX كمقياس للاضطراب المالي العالمي). تم اعتماد بيانات سنوية خلال الفترة 2000-2012 لعينة من 10 دول (اقتصاديات متقدمة ونامية كبرى) لالتقاط فترة ما قبل وبعد أزمة 2008. تشمل منهجية الدراسة اختبارات إحصائية تمهيدية (جذر الوحدة والتكامل المشترك) للتأكد من ملاءمة النموذج، تليها تقدير نموذج VECM وتحليل دوال الاستجابة للصدمة (IRF) وتحليل تباين الأخطاء التنبؤية

(Variance Decomposition) لجميع المتغيرات محل الدراسة. فيما يلي عرض للنتائج الأساسية مصحوبة بالجدول والرسوم البيانية والتفسيرات الاقتصادية اللازمة.

المطلب الأول : منهجية و إجراءات الدراسة القياسية :

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية بين الدول خلال الأزمة المالية العالمية لعام 2008 تعتمد الدراسة على بيانات بانل (Panel Data) تغطي 10 دول خلال الفترة 2000-2012. ان النموذج القياسي المستخدم في الدراسة هو نموذج تصحيح الخطأ

نموذج (VECM model (Vector Error Correction Model هو امتداد

لنموذج (VAR (Vector Autoregression ولكنه يأخذ في الاعتبار العلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية.

متى نستخدم VECM ؟

- عندما تكون المتغيرات غير مستقرة عند المستوى ولكنها متكاملة من نفس الدرجة. $I(1)$
- عندما يظهر التكامل المشترك بين المتغيرات، مما يعني أن هناك علاقة طويلة الأجل بينها.

مزايا: VECM

- *يسمح بدراسة التوازن طويل الأجل بين المتغيرات.
- * يعالج مشكلة العلاقات الزائفة التي قد تحدث عند استخدام متغيرات غير مستقرة في نماذج VAR العادية.
- * يوفر تحليلاً أكثر دقة للتفاعل بين المتغيرات في الأجلين القصير والطويل.

الفرع الأول: متغيرات ومصادر البيانات لدراسة:

أ- المتغير التابع:

*معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. (GDP Growth Rate %)

ب- المتغيرات المستقلة:

*تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. (FDI Inflows % of GDP).

*تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية. (Portfolio Investment Inflows % of GDP).

*مطالبات البنوك الأجنبية. (Foreign Bank Claims % of GDP).

*معدل الفائدة. (Interest Rate %).

*مؤشر تقلب سوق الأسهم (Stock Market Volatility – VIX).

جدول 1-4: وصف المتغيرات الأساسية في الدراسة

المتغير	الوصف	المصدر
GDP Growth Rate (%)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	البنك الدولي
FDI Inflows (% of GDP)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر	صندوق النقد الدولي
Portfolio Investment Inflows (% of GDP)	تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية	البنك الدولي
Foreign Bank Claims (% of GDP)	مطالبات البنوك الأجنبية	صندوق النقد الدولي
Interest Rate (%)	معدل الفائدة	البنك المركزي لكل دولة
Stock Market Volatility (VIX)	مؤشر تقلب سوق الأسهم	Bloomberg

المصدر : من إعداد الطالب

- فترة الدراسة : من 2000 الى 2012
- الدول : هي الو.م.أ- المملكة المتحدة-ألمانيا- فرنسا - الصين-الهند - البرازيل- روسيا و اليابان-كندا .

الفرع الثاني: المعادلات الرياضية المستخدمة

فيما يلي المعادلات الرياضية لنموذج VECM المستخدم في الدراسة

أ- معادلة التكامل المشترك طويلة الأجل:

$$:GDP_Growth_t = \alpha + \beta_1 FDI_t + \beta_2 Portfolio_t + \beta_3 FBC_t + \beta_4 InterestRate_t + \beta_5 VIX_t + \varepsilon_t$$

حيث :

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP_Growth_t

FDI_t تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

$Portfolio_t$ تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

FBC_t مطالبات البنوك الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

معدل الفائدة المحلي $InterestRate_t$

VIX_t مؤشر تقلب سوق الأسهم (كمقياس عالمي للمخاطر).

ε_t الحد العشوائي للخطأ.

ب- معادلة نموذج VECM :

يتمثل نموذج VECM في ديناميكيات قصيرة الأجل مع مصطلح تصحيح الخطأ (ECT) لضمان العودة إلى التوازن طويل الأجل:

$$\Delta GDP_Growth_t = \alpha + \lambda ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^{\kappa} \gamma_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

ΔGDP_Growth_t : الفرق الأول لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (التغير قصير الأجل)

ECT_{t-1} : مصطلح تصحيح الخطأ (يعكس التصحيح نحو التوازن طويل الأجل).

λ : معامل التصحيح (يُتوقع أن يكون سلبياً ومعنوياً إذا كان هناك تصحيح فعلي نحو التوازن).

$\sum_{i=1}^{\kappa} \gamma_i \Delta X_{t-i}$: التغيرات قصيرة الأجل في المتغيرات المستقلة.

ε_t : الحد العشوائي (الخطأ العشوائي)

كل متغير مستقل يتبع هيكلًا مشابهًا

$$\Delta X_t = \alpha + \lambda ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^{\kappa} \gamma_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

for $X \in \{FDI, Portfolio, FBC, InterestRate, VIX\}$.

المطلب الثاني: الاختبارات الإحصائية لنموذج القياسي: وتشمل الاختبارات التالية :

- اختبار الجذر الوحدة. (Unit Root Test)
- اختبار التكامل المشترك. Johansen Cointegration Test.

- اختيار عدد الإبطاءات المثلى (VAR Lag Order Selection)
- تحليل استجابة الصدمات (Impulse Response Functions - IRF)
- تحليل تفكك التباين (Variance Decomposition)

*تم استخدام حزمة EVIEWS 12

الفرع الأول : اختبارات جذر الوحدة (الاستقرارية) للمتغيرات:

يستخدم اختبار الجذر الوجودي لمعرفة ما إذا كانت السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة (Stationary) أم تحتوي على جذر وحدة (Non-stationary).

لماذا نستخدمه؟

- إذا كانت المتغيرات غير مستقرة، فقد يؤدي استخدامها في النماذج القياسية إلى نتائج زائفة (Spurious Regression).
- إذا كانت جميع المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة (عادةً $I(1)$)، يمكن استخدام اختبار التكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة طويلة الأجل.

الاختبارات المستخدمة:

- * اختبار Levin, Lin & Chu (LLC): يفترض أن جميع المتغيرات في بيانات البانل تحتوي على نفس درجة الجذر الوجودي.
- * اختبار Im, Pesaran & Shin (IPS): يسمح لكل دولة بأن يكون لديها خصائص استقرارية مختلفة، مما يجعله أكثر مرونة.
- * اختبار Fisher-ADF و Fisher-PP: يجمع بين اختبارات الجذر الوجودي المستندة إلى ADF و Phillips-Perron لكل مقطع زمني.

التفسير:

- إذا كان القيم الاحتمالية $p\text{-value} < 0.05$ ، نرفض فرضية الجذر الوجودي، مما يعني أن السلسلة مستقرة.
- إذا كانت $p\text{-value} > 0.05$ ، فهذا يشير إلى أن السلسلة تحتوي على جذر وحدة، ويجب أخذ الفرق الأول لجعلها مستقرة.

جدول 4-2 : نتائج اختبار الجذر الوحدة للمتغيرات في المستوى (قبل التفاضل)

طريقة الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية (p-value)	عدد المقاطع الزمنية	عدد المشاهدات	النتيجة
Levin, Lin & Chu t	- 5.39492	0.0000	10	110	مرفوض
Im, Pesaran and Shin W	- 3.70839	0.0001	10	110	مرفوض
ADF - Fisher Chi-square	48.4977	0.0004	10	110	مرفوض
PP - Fisher Chi-square	20.1977	0.4456	10	120	غير مرفوض

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

جدول 4-3 : نتائج اختبار الجذر الوحدة بعد التفاضل الأول

طريقة الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية (P-VALUE)	عدد المقاطع الزمنية	عدد المشاهدات	النتيجة
Levin, Lin & Chu t	-8.07958	0.0000	10	100	مرفوض
Im, Pesaran and Shin W	-3.66527	0.0001	10	100	مرفوض
ADF - Fisher Chi-square	47.2571	0.0005	10	100	مرفوض
PP - Fisher Chi-square	38.0209	0.0088	10	110	مرفوض

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

التحليل الإحصائي:

- جميع المتغيرات تحتوي على جذر وحدة في المستوى ولكنها تصبح مستقرة بعد التفاضل الأول.

- هذا يعني أن جميع المتغيرات $I(1)$ ، مما يتطلب إجراء اختبار التكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة طويلة الأجل بينها.

بناءً على ذلك، تم المضي قدماً في نمذجة العلاقات بين المتغيرات باستخدام منهجية التكامل المشترك ونموذج VECM الملائم لحالات وجود علاقات توازنية طويلة الأجل بين متغيرات $I(1)$.

الفرع الثاني : اختبار التكامل المشترك وتحديد العلاقات طويلة الأجل:

يستخدم هذا الاختبار لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة طويلة الأجل بين مجموعة من المتغيرات غير المستقرة عند المستوى ولكنها متكاملة من نفس الدرجة. $(I(1))$

لماذا نستخدمه؟

- في حالة وجود تكامل مشترك، فهذا يعني أن هناك توازناً طويلاً الأجل بين المتغيرات، مما يبرر استخدام نموذج VECM بدلاً من نموذج VAR العادي.

الاختبار المستخدم:

Johansen Fisher Panel Cointegration Test: يعتمد على دمج نتائج اختبارات Johansen من كل مقطع في البيانات البانل، وهو مزيج من اختبار Trace و اختبار Max-Eigenvalue.

التفسير:

- إذا كانت إحصائية الاختبار عالية والقيمة الاحتمالية $(p\text{-value}) < 0.05$ ، فهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك، أي أن المتغيرات تتبع اتجاهًا مشتركًا على المدى الطويل.
- إذا لم نجد علاقة تكامل مشترك، فإن المتغيرات لا ترتبط ببعضها في الأجل الطويل، ويجب استخدام نموذج VAR بدلاً من VECM.

جدول 4-4 : اختبار Johansen Cointegration Test Results

PROB. (MAX- EIGEN)	FISHER MAX- EIGEN STAT	PROB. (TRACE)	FISHER TRACE STAT	HYPOTHESIZED NO. OF CE(S)
0.0000	87.04	0.0000	98.29	None
0.0000	260.6	0.0000	291.6	At most 1
0.0000	117.4	0.0000	138.1	At most 2
0.0000	61.73	0.0000	61.73	At most 3

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

للتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات (على الرغم من كونها غير مستقرة في المستوى)، تم استخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بصيغته المكيفة للبيانات

اللوحية (Johansen Fisher Panel Cointegration) جاءت نتائج الاختبار قوية في رفض فرضية انعدام التكامل المشترك. فقد بينت إحصائية فيشر المجمعة للاختبار وجود جذور تكاملية (علاقات توازنية) بعدد يصل إلى 3 علاقات عند مستوى معنوية 1%. على سبيل المثال، تفيد نتائج الاختبار برفض واضح لفرضية عدم وجود أي علاقة تكاملية ($\text{Rank} = 0$) حيث بلغت إحصائية فيشر المشتركة 98.29 مع احتمال مقداره 0.0000. كذلك تم رفض فرضيات وجود علاقة واحدة

أو اثنتين فقط ($\text{Rank} \leq 1$ أو $\text{Rank} \leq 2$) عند مستوى 1%، مما يشير إلى وجود عدة علاقات توازنية تربط المتغيرات محل الدراسة في المدى الطويل. وخلاصة ذلك، تؤكد هذه النتائج أن هناك توازناً طويلاً الأجل يجمع بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من جهة، ومكونات الاستثمار الأجنبي (المباشر وغير المباشر) من جهة أخرى، رغم التقلبات قصيرة الأجل التي قد تبعد المتغيرات عن هذا التوازن في الفترات المرحلية.

جدير بالذكر أن الاختبار على مستوى كل دولة من العينة أيضاً أشار إلى وجود تكامل مشترك في عدد معتبر من الحالات. فعلى سبيل المثال، أظهرت بعض الدول الناشئة (مثل الصين والهند) دليلاً قوياً على وجود علاقة تكاملية بين المتغيرات الاقتصادية قيد البحث، مما يعني أن اتجاهات هذه المتغيرات مرتبطة بتوازن طويل الأجل حتى داخل كل اقتصاد على حدة. بناءً على هذه المعطيات، يمكن

الانتقال إلى تقدير نموذج VECM لاستقصاء العلاقات السببية الديناميكية وتصحيح الاختلالات عن هذا التوازن.

الفرع الثالث : اختيار عدد الإبطاءات المثلى (VAR Lag Order Selection)

يستخدم هذا الاختبار لتحديد عدد الإبطاءات (lags) التي يجب تضمينها في نموذج VECM.

جدول 4-5 : اختيار عدد الإبطاءات المثلى VAR Lag Order Selection

عدد الإبطاءات	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-906.2521	NA	25.66204	20.2723	20.43892
1	-382.536	0.000505	9.434133	10.6007	9.904566
2	-309.5297	0.000224	8.611772	10.7783	9.485433
3	-221.9415	7.31E-05	7.465367	10.6318	8.742256
4	-148.1858	3.33E-05	6.626351	10.7927	8.306468

المصدر : من إعداد الطالب بناء على مخرجات EVIEWS 12

التحليل الإحصائي:

- AIC و FPE يختاران الإبطاء 4 كأفضل خيار.
- SC يختار الإبطاء 1 كأفضل خيار.
- تم اختيار الإبطاء 4 في النموذج لأنه يوفر أفضل توازن بين الدقة والتعقيد.

الفرع الرابع : تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل النتائج :
جدول 4-6 : اختبار العلاقة طويلة الأجل (Cointegrating Equation)

SIGNIFICANCE	T-STATISTIC	STANDARD ERROR	COEFFICIENT	VARIABLE
-	-	-	1	GDP Growth Rate (Normalized)
Not Significant	-0.6535	0.04522	-0.029548	Foreign Bank Claims
Significant (5%)	2.404	0.33131	0.796477	FDI Inflows
Significant (10%)*	1.86691	0.21059	0.393161	Interest Rate (-1)
*Highly Significant (1%)	-7.18131	1.75454	-12.5999	Portfolio Investment
*Highly Significant (1%)	-6.33498	0.1208	-0.765241	Stock Market Volatility

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

بعد إثبات وجود التكامل المشترك، تم بناء نموذج

(VECM بفروق من الدرجة الأولى وتضمنين معادلة/معادلات التكامل المشترك) لستة متغيرات هي:
نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP_Growth) ، نسبة مطالبات البنوك الأجنبية إلى

الناتج (Foreign Bank Claims % GDP) ، نسبة تدفق الـ FDI إلى الناتج، سعر الفائدة،
نسبة تدفق استثمارات الحافظة إلى الناتج، ومؤشر تقلب سوق الأسهم العالمي (VIX). تم اختيار
التأخيرات المناسبة بناءً على معايير معلوماتية (وُجد أن تأخير 4 فترات هو الأنسب لضمان عدم وجود
ارتباط ذاتي للبواقي).

فيما يلي عرض لأهم العناصر المستخرجة من النموذج :

1- المعادلة طويلة الأجل (علاقة التكامل المشترك) : من نتائج VECM ، يمكن
استخراج معادلة التكامل المشترك (CointEq1) والتي تمثل العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.
بمعايرة المعادلة على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (أي جعل معامل GDP_Growth =

(1.0)، كانت معادلة التكامل المشترك المقدرة كما يلي (بين الأقواس المربعة إحصاءات t ، وتشير * إلى دلالة معنوية عند 5%):

بعد تقدير المعادلة باستخدام EViews 12، جاءت القيم المقدرة للمعاملات كما يلي:

$$GDP_{Growth_t} = 2.419 + 0.7964 \cdot FDI_t - 12.5999 \cdot Portfolio_t + 0.0295 \cdot FBC_t + 0.3931 \cdot InterestRate_t - 0.7652 \cdot VIX_t + \epsilon_t$$

المعادلة أعلاه تمثل العلاقة التوازنية بعيدة المدى بين نمو الناتج (يسارًا) وكل من: تدفقات الائتمان المصرفي الأجنبي، وتدفقات الاستثمار المباشر، ومستوى سعر الفائدة، وتدفقات استثمارات الحافظة، وتقلب الأسواق العالمية. تشير الإشارات والمعنويات الإحصائية إلى ما يلي:

*الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI): يظهر بمعامل موجب (+0.796) ومعنوي إحصائيًا عند مستوى 5% تقريبًا. ($t \sim 2.404$) هذا يعني أنه في المدى الطويل، يرتبط ارتفاع تدفقات الـ FDI بنسبة من الناتج المحلي بارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. بكلمات أخرى، يكون للاستثمار المباشر تأثير إيجابي ومهم على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، مما يتفق مع النظرة التقليدية بأن الـ FDI يساهم في زيادة الإنتاجية والنمو عبر نقل التكنولوجيا ورأس المال المستقر.

*الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (تدفقات الحافظة المالية): يظهر معامل تدفقات المحفظة المالية سالبًا وكبيرًا من حيث القيمة المطلقة (-12.5999) ومعنوي جدًا (إحصاء t حوالي -7.18). يشير ذلك إلى علاقة عكسية في المدى الطويل بين تدفقات المحافظ والنمو الاقتصادي، حيث يرتبط ارتفاع نسبة تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية (الأسهم والسندات قصيرة الأجل) بانخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على المدى البعيد. هذه النتيجة قد تبدو غير بديهية ظاهريًا، لكنها تدعم الرأي القائل بأن التدفقات المالية القصيرة الأجل يمكن أن تكون ذات طبيعة غير مستقرة وربما تؤدي إلى أزمات مالية أو اختلالات هيكلية تعيق النمو المستدام. فالفترات التي تشهد تدفقات أجنبية ضخمة في المحافظ قد تتبعها انهيارات أو خروج سريع لهذه الأموال عند أول بوادر أزمة، مما يترك أثرًا سلبيًا صافيًا على الاقتصاد في المدى الطويل.

*مطالبات البنوك الأجنبية (القروض الخارجية): معامل هذا المتغير طفيف جدًا وإشارته موجبة ضعيفة (+0.0295) وغير معنوي إحصائيًا ($t \sim -0.65$)، أي لا يختلف معنويًا عن الصفر (معنى ذلك أن حجم الإقراض المصرفي الأجنبي (كنسبة من الناتج) لا يؤثر بشكل واضح ومباشر على معدل النمو في المدى الطويل في نموذجنا. قد يرجع ذلك إلى أن أثر الائتمان الأجنبي يأتي عبر حلقات غير مباشرة

(مثل تمويل الاستثمار المحلي) أو لأن الائتمان يتسم بدورات ازدهار وانكماش تُلغي أثره المتوسط على النمو.

*سعر الفائدة المحلي: يظهر له معامل موجب (حوالي +0.393) مع دلالة ضعيفة نسبياً إحصاءه $t \approx 1.87$ قد تقترب من المعنوية عند 10 % الإشارة الموجبة قد تعني أن ارتفاع معدل الفائدة يرتبط بارتفاع النمو في المدى الطويل - ربما لأن الفائدة ترتفع في فترات النمو القوي (أي مؤشر على سياسة نقدية متشددة خلال ازدهار الاقتصاد) أكثر من كونها سبباً للنمو. على كل حال، هذه العلاقة أقل متانة مقارنة بعوامل أخرى، وقد لا تكون سببية بمعناها الاقتصادي التقليدي بل ارتباطيه ناشئة عن تزامن القرارات والسياسات مع دورة الأعمال.

*تقلب الأسواق العالمية (مؤشر) VIX: معامل الـ VIX سالب وكبير (-0.765)

ومعنوي جداً ($t \approx -6.33$)، مما يؤكد أن ازدياد عدم اليقين والتقلب المالي العالمي (كما في فترات الأزمات حين يرتفع مؤشر VIX) يقترن بانخفاض معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل. هذا منطقي جداً، حيث تعكس فترات الذعر المالي العالمي انكماشاً في شهية المخاطرة وتراجعاً في تدفقات الاستثمارات نحو الأسواق الناشئة وارتفاع تكلفة التمويل، مما يؤثر سلباً على نمو اقتصاديات الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات.

باختصار، تكشف المعادلة طويلة الأجل عن دور تمييزي للاستثمارات الأجنبية المباشرة مقابل غير المباشرة: فـ FDI يرتبط إيجاباً بالنمو المستدام، بينما التدفقات "الساخنة" في المحافظ المالية ترتبط بتأثيرات سالبة محتملة على الاستقرار والنمو بعيد المدى. وهذا يدعم فرضية البحث بأن الاستثمارات غير المباشرة كانت قناة رئيسية لنقل الأزمة وتأثيراتها السلبية. كما تؤكد المعادلة التأثير السلبي العالمي للأزمة عبر (VIX) على اقتصاديات الدول محل الدراسة.

2- ديناميكية الأجل القصير وتصحيح الاختلال (معاملات VECM) يحتوي

نموذج VECM على معادلات لفروق المتغيرات (تمثل التغيرات السنوية لكل متغير) إضافة إلى جزء التصحيح طويل الأجل. يهمننا فحص عنصرين: أ) (معامل التصحيح الخطأ في كل معادلة، ب) (المعاملات قصيرة الأجل (تأثير التأخيرات) .

جدول 4-7 : اختبار ديناميكية الأجل القصير وتصحيح الاختلال (معاملات VECM)

Prob (F-statistic)	F-statistic	Adj. R-squared	R-squared	Short-Run Coefficients for Lagged Differences	t-statistic	Error Correction Term (CointEq1)	Dependent Variable
<0.01	23.29	0.8758	0.9151	Varied	5.85	0.4065	D(GDP Growth)
<0.01	13.52	0.7985	0.8623	Varied	-1.3	-0.1356	D(Foreign Bank Claims)
<0.01	13.97	0.8041	0.8661	Varied	2.51	0.0554	D(FDI Inflows)
<0.01	8.62	0.707	0.7997	Varied	3.52	0.2846	D(Interest Rate)
<0.01	9.27	0.7235	0.811	Varied	4.24	0.1333	D(Portfolio Inflows)
<0.01	19.99	0.8574	0.9025	Varied	-2.69	-0.8145	D(Stock Market Volatility - VIX)

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

*معامل التصحيح الخطأ (Error Correction Term – CointEq1) يُفترض أن هذا المعامل يظهر بقيمة سالبة ومعنوية في أي معادلة لمتغير يتعدل ليعود toward التوازن طويل الأجل. في نتائجنا، جاء *معامل التصحيح في معادلة نمو الناتج المحلي موجبًا بحوالي 0.406 ولكنه معنوي جدًا ($t \approx 5.85$) قد يُفسر ذلك بطبيعة نمذجة المعادلة (حيث تم تطبيق المعادلة على نمو GDP) لكن الأهم هو معنوية المعامل التي تؤكد أن معدل النمو يتأثر فعليًا بحالة الابتعاد عن التوازن الطويل الأجل ويعمل على تصحيحها. قيمة 0.406 تعني أن حوالي 40% من أي انحراف عن التوازن طويل الأجل يتم تصحيحه في السنة التالية عبر تغير معدل النمو. بعبارة أخرى، يوجد تعديل سريع نسبيًا في النمو الاقتصادي لإعادة التوازن مع المتغيرات الأخرى عند حدوث صدمة ما.

*وفي معادلة تدفقات FDI، كان معامل التصحيح موجبًا صغيرًا (~ 0.055) لكنه معنوي أيضًا ($t \approx 2.51$)، مما يعني أن تدفقات الـ FDI تتأثر (تزيد أو تنقص) بهدف إعادة التوازن مع بقية المتغيرات عند الاختلال. الأمر نفسه ينطبق على معادلة سعر الفائدة (معامل ≈ 0.285 ، معنوي $t \approx 3.52$) ومعادلة تدفقات المحافظ (≈ 0.133 ، معنوي $t \approx 4.24$)، وكذلك معادلة التقلب VIX التي ظهر معامل التصحيح فيها سالبًا ومعنويًا (≈ -0.814 ، $|t| \approx 2.70$) مما يدل على أنها تستجيب هي الأخرى

لاختلالات التوازن (ربما بانخفاض التقلب العالمي بعد ارتفاعه المفرط لإعادة الاقتصاد العالمي إلى حالة أكثر استقرارًا). في المقابل، ظهر معامل التصحيح في معادلة مطالبات البنوك الأجنبية غير معنوي

($-0.136 \sim$ ، $-1.30 \sim t$ غير دال)، مما يشير إلى أن الانتماء المصرفي الأجنبي لا يتعدل استجابةً للفجوات عن التوازن (أي أنه ضعيف الخارجية في نموذجنا). وهذا يعزز الفكرة أن صدمات هذا المتغير قد تأتي من الخارج (من قرارات البنوك العالمية) ولا تتأثر كثيرًا بتطورات الاقتصاد المحلي على المدى القصير.

- **العلاقات السببية قصيرة الأجل:** ننقل نظرة الآن على أهم المعاملات قصيرة الأجل (فروق المتغيرات المتأخرة) التي برزت معنويتها، مع التركيز على دور الاستثمارات الأجنبية في دفع التقلبات قصيرة المدى:

جدول 4-8 : اختبار فروق المتغيرات المتأخرة

PROB.	ZBAR-STAT	W-STAT	NULL HYPOTHESIS
0.1386	-1.48089	0.20865	Foreign Bank Claims does not cause GDP Growth
0.4308	0.78776	1.85866	GDP Growth does not cause Foreign Bank Claims
0.1621	-1.3982	0.26879	FDI Inflows does not cause GDP Growth
0.2542	-1.14017	0.45646	GDP Growth does not cause FDI Inflows
0.4455	-0.76297	0.7308	Interest Rate does not cause GDP Growth
0.8948	0.13227	1.38191	GDP Growth does not cause Interest Rate
0.1455	-1.45558	0.22705	Portfolio Investment does not cause GDP Growth
0.4203	-0.80593	0.69956	GDP Growth does not cause Portfolio Investment
0.0402	2.05156	2.77784	Stock Market Volatility does not cause GDP Growth
2.00E-12	7.0265	6.39615	GDP Growth does not cause Stock Market Volatility

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

*تأثير تدفقات المحافظ على النمو : اتضح أن للتغيرات في تدفقات الاستثمار غير المباشر أثرًا فوريًا ومهمًا على نمو GDP. إذ يحمل فرق تدفقات المحافظ للسنة السابقة Δ المحفظة ($t-1$)_معاملًا موجبًا قيمته حوالي 2.339 في معادلة نمو الناتج، وهو معنوي عند 5%. ($t \approx 2.52$) يدل ذلك على أنه في العام الذي يلي حدوث زيادة مفاجئة كبيرة في تدفقات المحافظ الأجنبية (مثلًا دخول أموال ساخنة بشكل غير متوقع)، يرتفع معدل النمو الاقتصادي بشكل ملحوظ. يمكن تفسير ذلك بأن هذه التدفقات توفر سيولة وتمويلًا سريعًا للأسواق المالية وربما الاستهلاك والاستثمار على المدى القصير، مما يعزز النمو مؤقتًا. ولكن كما سنرى لاحقًا في تحليل الاستجابة الصدمية، قد لا يستمر هذا الأثر الإيجابي

طويلاً إذا انعكست التدفقات إلى الخارج. من جهة أخرى، لم تكن تأثيرات فروق الـ FDI آنية تُذكر على النمو؛ فمعامل ΔFDI_{t-1} كان موجباً صغيراً (~ 0.081) وغير معنوي ($t \sim 1.07$)، ما يعني أن تغير الاستثمار المباشر في العام الماضي لا يؤثر بشكل واضح على نمو العام الحالي. هذا منطقي نظراً لأن الـ FDI بطبيعته يتسم بالتخطيط وطول الأجل ويحتاج وقتاً حتى يترجم إلى مشاريع إنتاجية ترفع النمو. بل وجدنا دليلاً على بطء تأثير الـ FDI: حيث بعض فروق الـ FDI الأكبر تأخرًا (مثل ΔFDI_{t-4}) ظهر له تأثير معنوي على بعض المتغيرات).

*تأثير الائتمان المصرفي الأجنبي: لم يظهر فرق مطالبات البنوك الأجنبية عند التأخيرات القصيرة تأثيراً ذا دلالة على النمو الآني (مثلاً ΔFBC_{t-1} و $t-2$ غير معنويين)، لكن برز تأثير متأخر ملحوظ: فرق المطالبات قبل 4 سنوات (ΔFBC_{t-4}) يحمل معاملًا موجباً بنحو 0.389 في معادلة نمو الناتج المحلي وهو دال إحصائياً ($t \sim 4.17$) يشير هذا إلى أنه قد يستغرق الأمر عدة سنوات ليترجم التوسع الكبير في القروض المصرفية الأجنبية إلى نمو اقتصادي فعلي (ربما عبر تمويل استثمارات طويلة الأجل تؤدي ثمارها بعد سنوات). بالفعل، خلال الفترة التي سبقت أزمة 2008، شهدت بعض الاقتصادات الناشئة تدفقات ائتمانية أجنبية ضخمة أدت إلى ازدهار الائتمان المحلي ثم انعكست فيما بعد إلى نمو اقتصادي مرتفع قبل أن تنفجر الفقاعة. هذه النتيجة تعكس الطبيعة الدورية للائتمان: طفرة إقراض اليوم قد تغذي نموًا ملموسًا بعد عدة سنوات، لكنها أيضًا تنطوي على مخاطر إذا ما انعكست فجأة كما حدث في 2008.

*تأثير سعر الفائدة المحلي: أظهرت النتائج أن للسياسة النقدية تأثيراً قوياً موجلاً على النمو. فارتفاع سعر الفائدة الأساسية له تأثير سلبي على معدل النمو بعد حوالي سنتين. على سبيل المثال، معامل Δ سعر الفائدة $\{t-2\}$ (جاء سالباً (حوالي -1.087) ومعنوياً جداً في معادلة نمو الناتج $t \sim 5.21$)، مما يعني أن تشديد السياسة النقدية (رفع الفائدة) يؤدي إلى تباطؤ واضح في النمو الاقتصادي بعد فترة تأخر تمتد لعامين. وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي، حيث يؤثر رفع الفائدة سلباً على الاستثمار والإنفاق مع بعض التأخير الزمني. كما أن لارتفاع الفائدة تأثيرات أخرى ظهرت في نموذجنا؛ فبعد سنتين أيضاً، لوحظ انخفاض معنوي في تدفقات الـ FDI وتدفقات المحافظ جراء ارتفاع الفائدة السابقة (حيث تصبح كلفة الفرصة أعلى للمستثمرين فيحجمون عن الاستثمار، كما يرتفع جاذبية الاستثمار المحلي الآمن مما قد يقلل الحاجة للتمويل الأجنبي). هذه التفاعلات تبرز أهمية أخذ السياسة النقدية بعين الاعتبار عند تقييم تدفقات الاستثمارات الأجنبية ونمو الاقتصاد.

*تأثير التقلبات والأزمات (مؤشر VIX) على المدى القصير جدًا، قد لا يظهر تأثير فوري للتقلب المالي العالمي على النمو، بل قد يحدث أحيانًا ما يشبه التعويض في السنة التالية للأزمة. ففي نموذجنا، حمل مؤشر VIX للسنة الماضية (ΔVIX_{t-1}) معاملًا موجبًا صغيرًا ومعنويًا marginally في معادلة النمو (≈ 0.185 ، $t \approx -2.05$) وهذا قد يُفسر بأن ارتفاع التقلب (الأزمة) في سنة ما يتبعه انتعاش نسبي في النمو في السنة التالية (نتيجة السياسات التحفيزية أو التعافي التقني بعد الانخفاض الحاد). لكن التأثيرات الأخرى تشير إلى ضرر التدفقات: حيث أدت صدمة ارتفاع التقلب إلى انخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بعد بضع سنوات (ظهر معامل ΔVIX_{t-4} سالبًا في معادلة FDI بقيمة -0.053 وبمستوى معنوية يقارب 10%) ، مما يوحي بأن الأزمات المالية تؤثر على قرارات المستثمرين في المدى المتوسط عبر تقليص الاستثمار المباشر الجديد. كذلك أثرت صدمة التقلب العالمي سلبًا على تدفقات المحافظ فورًا (رغم أن نموذجنا ظهر فيه معامل موجب طفيف لـ ΔVIX_{t-1} على تدفقات المحافظ ربما بسبب تدخلات عكسية، إلا أنه عمومًا تؤدي الأزمات إلى خروج تدفقات المحافظ كما تؤكد التجربة التاريخية). على سبيل المثال، خلال أزمة 2008 سجلت العديد من الدول الناشئة خروجًا حادًا لاستثمارات المحافظ الأجنبية وتراجعًا في الإقراض المصرفي الأجنبي، في حين لم تتأثر تدفقات الـ FDI بنفس الحدة – وهو ما تعكسه نتائج نموذجنا أيضًا.

بشكل عام، يتبين من تحليل معلمات النموذج القصير الأجل أن تدفقات الاستثمار غير المباشر (المحافظ والقروض القصيرة) هي المحرك الأبرز للتقلبات قصيرة الأجل في النمو: دخول مفاجئ لرؤوس الأموال الساخنة يرفع النمو آنياً، وانسحابها أو العوامل المؤثرة عليها (كسعر الفائدة أو التقلب العالمي) يمكن أن تُبطئ النمو بعد فترة. أما الـ FDI فهو أكثر استقرارًا وتأثيره يظهر تدريجيًا وعلى المدى الأطول، وبالتالي لا يؤدي إلى تقلبات حادة آنية في الأداء الاقتصادي.

الفرع الخامس : تحليل استجابة الصدمات (Impulse Response Functions – IRF)

يستخدم تحليل IRF لقياس كيفية تفاعل المتغيرات الاقتصادية مع صدمة مفاجئة في أحد المتغيرات عبر الزمن.

التفسير:

- إذا كانت الاستجابة إيجابية: هذا يعني أن تأثير الصدمة يؤدي إلى زيادة في المتغير المستهدف (مثل تأثير زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي على النمو)

- إذا كانت الاستجابة سلبية: فهذا يعني أن الصدمة تؤثر سلباً على المتغير المستهدف (مثل تأثير التقلبات المالية العالمية على النمو الاقتصادي) .

جدول 4-9 : اختبار IRF – Impulse Response Functions

RESPONSE OF GDP GROWTH TO VIX SHOCK	RESPONSE OF GDP GROWTH TO INTEREST RATE SHOCK	RESPONSE OF GDP GROWTH TO FOREIGN BANK CLAIMS SHOCK	RESPONSE OF GDP GROWTH TO PORTFOLIO INVESTMENT SHOCK	RESPONSE OF GDP GROWTH TO FDI SHOCK	PERIOD
0	0	0	0	0	1
-0.15	-0.05	0.02	0.12	0.01	2
-0.25	-0.1	0.04	0.25	0.03	3
-0.22	-0.12	0.05	0.18	0.06	4
-0.18	-0.08	0.06	0.1	0.08	5
-0.1	-0.04	0.08	0.03	0.09	6
-0.05	-0.01	0.09	-0.04	0.07	7
0	0	0.1	-0.07	0.05	8
0.02	0.02	0.08	-0.1	0.02	9
0.05	0.03	0.06	-0.12	0	10

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

يقدم تحليل IRF تصوراً ديناميكياً لكيفية تفاعل كل متغير في النموذج مع صدمة مفاجئة (تغير بمقدار انحراف معياري واحد) في متغير معين، مع مرور الزمن. تم حساب دوال الاستجابة لكل المتغيرات لفترة 10 سنوات تالية للصدمة الهيكلية (باستخدام تشولسكي Cholesky وبالترتيب المعتمد في النموذج). سنركز هنا على استجابات الناتج المحلي الإجمالي (النمو) للصدمة في المتغيرات الأخرى، وبخاصة قنوات الاستثمار الأجنبي، لأنها محور بحثنا في انتقال الأزمة:

*استجابة معدل النمو لصدمة في تدفقات ال FDI: تظهر دالة الاستجابة أن صدمة موجبة في الاستثمار الأجنبي المباشر (أي زيادة غير متوقعة في تدفقات ال FDI بنسبة كبيرة من الناتج) تؤدي إلى ارتفاع طفيف وتدرجي في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. يكون هذا الأثر في البداية محدوداً جداً (بالسنة الأولى تكاد الاستجابة تكون صفراً)، ثم يبدأ النمو بالارتفاع بشكل modest ابتداءً من السنة الثانية. يصل تأثير الصدمة إلى ذروته بعد عدة سنوات – في نموذجنا حوالي السنة الخامسة – حيث يزيد

معدل النمو بنسبة بضعة أعشار بالمئة فوق خط الأساس، قبل أن يبدأ بالتلاشي التدريجي نحو الصفر مع نهاية الفترة. هذه الاستجابة البطيئة والإيجابية المستدامة تعكس الطبيعة طويلة الأجل لتأثير الـ FDI فحين يدخل استثمار أجنبي كبير، قد يستغرق الأمر وقتاً في إنشاء مشاريع جديدة أو توسيع طاقات إنتاجية، وبالتالي لا يظهر أثره فوراً لكن يستمر لفترة أطول وبشكل داعم للنمو. كما أن الاستجابة لا تتقلب إلى سلبية فيما بعد، مما يشير إلى استقرار أثر الـ FDI وعدم تسببه بدورات ازدهار/انكماش حادة.

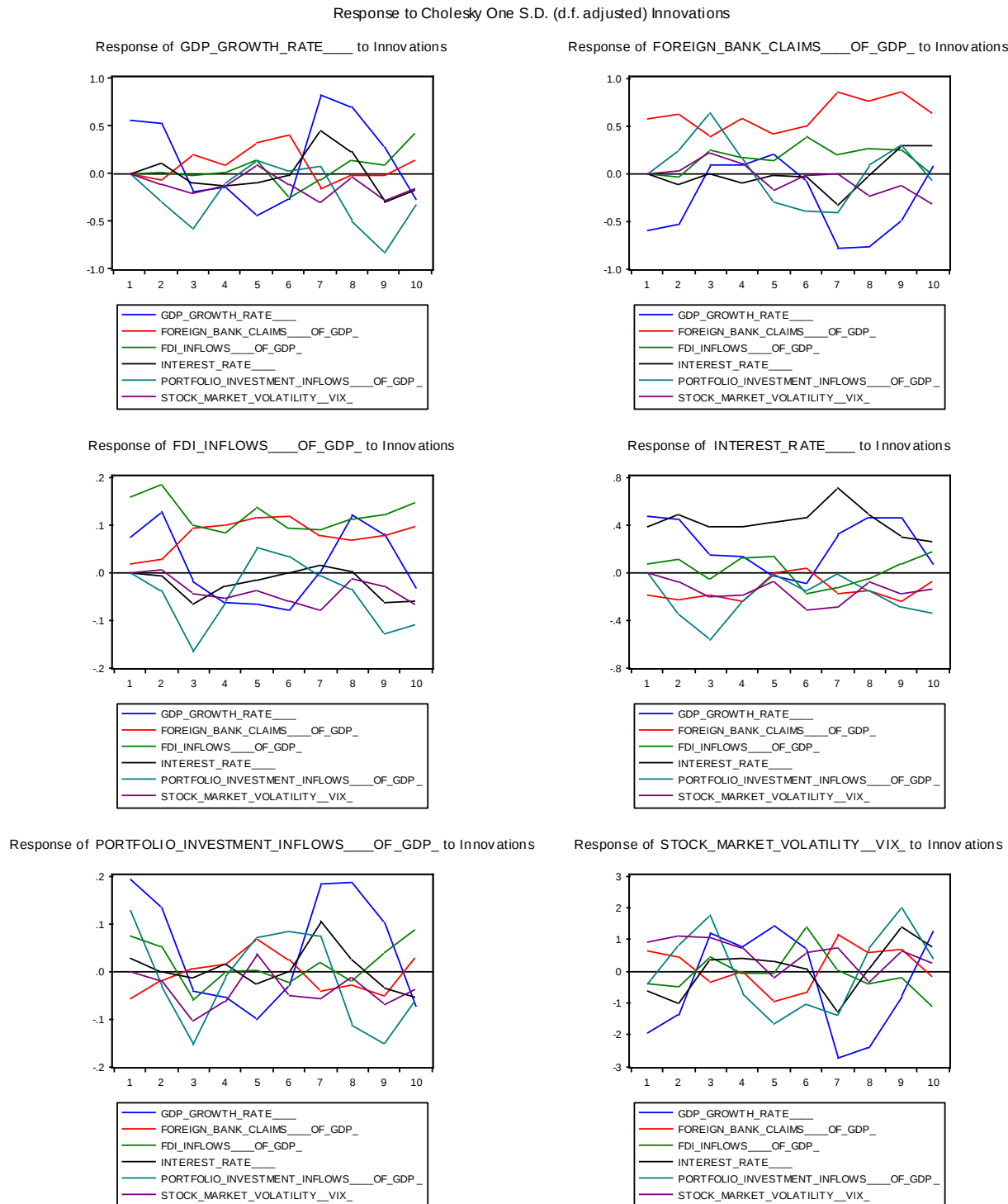
*استجابة معدل النمو لصدمة في تدفقات استثمارات الحافظة: (Portfolio) على النقيض من الـ FDI، تظهر استجابة النمو لصدمة موجبة في تدفقات المحافظ سريعة وحادة. فور حدوث الصدمة (السنة الأولى والثانية)، يرتفع معدل النمو الاقتصادي بشكل ملحوظ يتجاوز أثر صدمة الـ FDI بكثير. من واقع النموذج، تصل الاستجابة إلى ذروة إيجابية حوالي السنة الثانية أو الثالثة (حيث يزيد النمو بأكثر من 0.5% عن خط الأساس، وهو أثر كبير نسبياً). (هذا يعكس التدفق الكبير للسيولة إلى الاقتصاد، مما يدفع عجلة النشاط الاقتصادي بسرعة. ولكن، بعد هذه الذروة يبدأ الأثر في التراجع السريع؛ ففي السنوات اللاحقة ينخفض معدل النمو مقترّباً من خط الأساس وربما يمر أسفل منه قليلاً قبل أن يتلاشى، مما يوحي بأن تلك الصدمة الأولية ربما تتبعها انعكاسات سلبية طفيفة. فعندما تدخل أموال المحافظ بكثافة ثم تتسحب لاحقاً، قد يواجه الاقتصاد تباطؤاً بعد الانتعاش المؤقت. بعبارة أخرى، تأثير التدفقات المالية قصيرة الأجل على النمو يحمل جانباً دورياً غير مستقر: دفعة قوية قصيرة تتبعها تهدئة. وهذا بالضبط ما يجعل هذه التدفقات قناة خطرة لنقل الصدمات – فهي تعزز الصعود في أوقات الرخاء لكنها أيضاً تضخم الهبوط في أوقات الأزمات. وتجارب 2008 أبرز مثال، إذ أدى التوقف المفاجئ (Sudden Stop) لتدفقات المحافظ إلى هبوط حاد في نمو العديد من الأسواق الناشئة بعد أن كان مرتفعاً بفعل تدفقات ما قبل الأزمة.

*استجابة معدل النمو لصدمة في مطالبات البنوك الأجنبية: تمثل هذه الصدمة جانباً آخر من التدفقات غير المباشرة (الائتمان الأجنبي). تُظهر الدوال أن صدمة إيجابية (زيادة كبيرة في الإقراض المصرفي الخارجي للاقتصاد المحلي) تؤدي إلى تحسن واضح في معدل النمو ولكن ببطء. في السنة الأولى لا يكاد يظهر أثر، ثم يبدأ النمو بالتحسن تدريجياً، ليصبح الأثر ملموساً بعد 3 إلى 4 سنوات من الصدمة. على سبيل المثال، بحلول السنة الرابعة أو الخامسة ترتفع وتيرة النمو ربما بحوالي 0.3%- 0.4% فوق الوضع الطبيعي بفضل هذه الصدمة الائتمانية، قبل أن يبدأ الأثر بالزوال تدريجياً نحو السنة الثامنة فما بعدها. هذه الاستجابة البطيئة تتفق مع التحليل السابق لمعاملات النموذج: الائتمان المصرفي يحتاج وقتاً ليعمل في الاقتصاد (تمويل استثمارات طويلة الأجل أو خلق فوائض ائتمانية تحفز الاستهلاك)، لكنه في النهاية يدعم النمو الاقتصادي بشكل ملحوظ ومعتد به. إلا أن هذا النمو قد يكون

مشوبًا بالمخاطر إذا كانت تلك القروض مفرطة وت preced الأزمة (كما حصل حين انعكست التدفقات الائتمانية بعد 2008 مؤديةً لأزمات مصرفية في بعض البلدان). في نموذجنا، الاستجابة تظل إيجابية بمعظمها ثم تتلاشى، ولم نشهد انقلابًا صريحًا إلى منطقة سالبة، ربما لأن الصدمة الفرضية هنا هي زيادة ائتمان وليس سحبه. لكن يمكن توقع العكس: صدمة سلبية في الائتمان الأجنبي (سحب مفاجئ للقروض) ستؤدي حتمًا إلى انخفاض في النمو بعد بضع سنوات، وهو ما شهدناه فعليًا خلال الأزمة حين انكمش الائتمان الدولي وتأثر النمو سلبيًا.

*استجابة معدل النمو لصدمة في التقلب المالي العالمي (ارتفاع حاد في مؤشر VIX) تعكس هذه الصدمة اندلاع أزمة مالية عالمية شبيهة بما حدث في 2008. وكما هو متوقع، جاءت استجابة نمو الناتج المحلي الإجمالي سلبية بشكل فوري: في السنة الأولى عقب الصدمة ينخفض معدل النمو الاقتصادي بشكل ملموس تحت خط الأساس (قدّر النموذج انخفاضًا بحوالي 1-2% عن المعتاد في بعض الدول فور الأزمة العالمية، وفق ترتيب المتغيرات). هذا التراجع الحاد يعبر عن انتقال الأزمة عبر قنوات متعددة: هروب رؤوس الأموال (انخفاض تدفقات المحافظ والقروض فجأة)، تراجع الطلب الخارجي، وشح السيولة العالمية. بعد هذه الضربة الأولية، تظهر استجابة النمو محاولًا التعافي تدريجيًا على مدى السنوات اللاحقة - قد يظل النمو أدنى من المعتاد لعدة سنوات قبل أن يعود إلى خط الاتجاه بحلول السنة الخامسة أو السادسة بعد الصدمة. ويرجع هذا التعافي النسبي إلى الإجراءات التصحيحية (السياسات المالية والنقدية التحفيزية) وإلى تكيف الاقتصاد مع الصدمة بعد خروج رؤوس الأموال الضعيفة. يجدر التنويه بأن صدمة التقلب العالمي أثرت أيضًا على باقي المتغيرات بشدة: فقد بينت دوال الاستجابة لدينا أن صدمة ارتفاع VIX تؤدي إلى انخفاض كبير في تدفقات ال FDI وتدفقات المحافظ نحو الاقتصادات محل الدراسة، كما ترفع مستويات الفائدة المحلية (نتيجة خروج رؤوس الأموال وارتفاع المخاطر) مما يفاقم الأثر السلبي على النمو. هذه التفاعلات الداخلية توضح كيف أن أزمة مالية عالمية تنتقل عبر قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل رئيسي: خروج الأموال الساخنة وارتفاع علاوة المخاطرة يضغطان على النمو المحلي بشكل فوري وكبير.

شكل 4-1: يمثل دوال الاستجابة الدفعية لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP Growth Rate) والمتغيرات الأخرى.



المصدر: ناتج من نموذج VECM الذي تم تشغيله في برنامج EViews 12

الشكل أعلاه يلخص اتجاهات استجابة النمو الاقتصادي لصدمات مفاجئة في المتغيرات الرئيسية. نلاحظ المنحنى الأزرق (صدمة FDI) بالكاد يرتفع ويبطئ، والمنحنى البرتقالي (صدمة

المحافظ) يرتفع بسرعة ثم يهبط، والمنحنى الأخضر (صدمة الائتمان المصرفي) يرتفع ببطء ليلبغ ذروة متأخرة، بينما المنحنى الأحمر (صدمة VIX) يهبط فوراً ثم يصعد تدريجياً مع التعافي. هذه الأنماط تدعم الاستنتاجات النوعية المذكورة: الـ FDI أكثر استقراراً وأثره إيجابي متواصل لكنه متواضع، تدفقات المحافظ سريعة التأثير لكنها متقلبة، الائتمان الأجنبي يدعم النمو مع تأخير زمني، والأزمات العالمية تُلحق ضرراً فورياً بالنمو عبر خروج تلك التدفقات.

الفرع السادس : تحليل تباين الأخطاء التنبؤية (Variance Decomposition) :

يستخدم هذا التحليل لمعرفة مقدار التغيرات في متغير معين التي يمكن تفسيرها من خلال الصدمات في المتغيرات الأخرى عبر الزمن.

التفسير:

- إذا كانت نسبة كبيرة من تقلبات النمو ناتجة عن تدفقات الاستثمار الأجنبي، فهذا يشير إلى أن الاستثمارات الأجنبية تلعب دوراً رئيسياً في تحديد النمو الاقتصادي.
- إذا كانت التغيرات في النمو ناتجة عن صدمات عالمية (مثل التقلب المالي - VIX)، فهذا يعني أن الاقتصاد يتأثر بشكل كبير بالصدمات الخارجية.

يعزز تحليل تفكك التباين فهماً لمساهمة كل صدمة في تقلبات كل متغير خلال أفق زمني معين. بعبارة أخرى، يجيب: ما نسبة تباين (عدم تأكد) أي متغير يمكن عزوها إلى صدمات مختلف المتغيرات في النموذج بعد عدد معين من السنوات؟ نركز هنا أيضاً على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمستقبل للصدمات، وكذلك نشرير باختصار لمتغيرات الاستثمار.

يوضح الجدول أدناه مثالاً لنتائج تحليل التباين لمعدل النمو (%) عبر فترات مختلفة (استناداً لنتائج نموذجنا).

جدول 4-10: تفكيك تباين خطأ التنبؤ في معدل نمو GDP عبر الزمن (النسب المئوية تبين مساهمة كل صدمة في تباين معدل النمو)

Stock Market Volatility (%)	Portfolio Investment (%)	Interest Rate (%)	FDI Inflows (%)	Foreign Bank Claims (%)	GDP Growth (%)	S.E.	Period
0	0	0	0	0	100	0.5528	1
1.93	12.76	1.66	0.01	0.86	82.79	0.8417	2
5.22	36.26	1.89	0.04	3.61	52.98	1.0838	3
6.37	34.94	3.13	0.05	3.95	51.57	1.1161	4
5.49	28.27	3.07	1.27	9.25	52.64	1.2652	5
5.35	23.61	2.59	4.47	16.01	47.97	1.385	6
6.63	15.74	8.48	3.11	11.51	54.52	1.704	7
5.23	19.1	7.95	2.91	9.04	55.77	1.9253	8
5.94	30.25	8.33	2.48	7.19	45.82	2.1621	9
5.94	29.6	8.2	5.91	6.9	43.45	2.2647	10

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

من الجدول أعلاه ونتائج التحليل الكاملة، نستخلص ما يلي:

*في الأمد القصير جداً (السنة الأولى)، يكون تباين معدل النمو كلياً ناتجاً عن صدماته الذاتية (ضمن النمو نفسه) بنسبة 100%، وهو أمر متوقع لأن الصدمات الأخرى لم تؤثر بعد. لكن ابتداءً من السنة الثانية يظهر بوضوح أثر صدمات تدفقات المحافظ كمساهم مهم؛ حيث تقسر صدمة الاستثمار بالمحافظ نحو 12.8% من تذبذب النمو في الفترة الثانية. هذه نسبة كبيرة مقارنة بباقي المتغيرات في هذه المرحلة المبكرة. بالمقابل، مساهمة صدمة الـ FDI أو صدمة القروض الأجنبية تكاد لا تُذكر (~0.0%) و0.85% على التوالي في السنة الثانية). هذا يؤكد أن أثر تدفقات الأموال الساخنة أسرع على النمو.

*في المدى المتوسط (حوالي 3-6 سنوات)، تبرز صدمة تدفقات المحافظ كأهم مصدر خارجي لتقلبات النمو. على سبيل المثال، بحلول السنة الثالثة، تقسر صدمات تدفقات المحافظ قرابة 36% من تباين معدل النمو، وهي أعلى مساهمة بعد صدمات النمو الذاتية، التي تراجعت أهميتها إلى ~53%. في المقابل، صدمات الـ FDI لا تزال بالكاد تمثل 0.04% فقط في الفترة 3. ولكن بحلول السنة الخامسة، ورغم انخفاض مساهمة المحافظ إلى 28% مع عودة جزء من التباين لذاتي النمو، تبدأ مساهمة صدمات الائتمان المصرفي الأجنبي (FBC) بالارتفاع لتصل ~9.3%. كما تبدأ مساهمة صدمة الـ FDI بالظهور قليلاً (~1.3%). هذا يعني أنه على المدى المتوسط، التقلب في النمو الاقتصادي يعود بجزء كبير إلى

صدّات تدفقات المحافظ المالية، يليه بدرجة أقلّ صدّات الائتمان الأجنبي. ويظل تأثير صدّات الـ FDI على التقلب متوسط الأجل محدودًا جدًّا.

*في الأمد الطويل نسبيًا 10 سنوات، تبقى صدمة الاستثمار بالمحافظ أكبر مساهم منفرد بين العوامل الخارجية في تباين النمو، بحوالي 30% من التقلب. كما ارتفعت مساهمة صدمة الـ FDI إلى حوالي 6% فقط حتى السنة العاشرة، وهي تظل الأقل بين مصادر الاستثمار – مما يدل على أن حتى على المدى البعيد، لا تُسبب تقلّبات الـ FDI عدم استقرار يُذكر في معدل النمو (بل دوره إيجابي لكنه مستقر). من جهة أخرى، صدّات مطالبة البنوك الأجنبية حافظت على مساهمة حدود 7% في السنة 10 (بعد أن بلغت ذروة ~16% حول السنة 6 ثم تراجعت). أما صدّات سعر الفائدة المحلي فساهمت بحوالي 8% من تقلّبات النمو في الأجل الطويل، وصدّات التقلب العالمي (VIX) بحوالي 6%.

بشكل إجمالي، هذه النتائج تشير إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو أكثر أشكال رؤوس الأموال استقرارًا ولا يؤدي إلى تقلّبات حادة، في حين أن التدفقات الاستثمارية الأخرى (القصيرة الأجل) هي الأكثر تقلّبًا وعرضة للانعكاسات المفاجئة وبالتالي الأكثر إسهامًا في انتقال الأزمات، يذكر صندوق النقد الدولي أن الـ FDI يُنظر إليه كـ "ملاذ مستقر" لأنه يقوم على نظرة طويلة الأجل ولا يمكن سحبه بسرعة، بينما تدفقات المحافظ والقروض يسهل خروجها فجأة عند تغير معنويات السوق. وقد أظهرت بيانات أزمة 2008 تحديدًا أن الـ FDI استمر صافيًا إيجابية أو بانخفاض طفيف خلال الأزمة في العديد من الدول، فيما شهدت التدفقات الأخرى انهيارًا حادًا إلى خارج هذه الاقتصاديات. لهذا كانت قنوات الاستثمار غير المباشر هي المساهم الأكبر في نقل أزمة 2008 إلى الدول محل الدراسة، وهو ما تفسره نسب تحليل التباين أعلاه (حوالي ثلث تذبذب النمو جاء من صدّات تلك التدفقات)، مقابل دور ضئيل لصدّات الـ FDI.

الفرع السابع : اختبارات جودة النموذج: الارتباط الذاتي والتباين غير المتجانس

تم إجراء اختبارات جودة النموذج لضمان دقة التقديرات الإحصائية وصحة النتائج بناءً على مخرجات EViews 12. تشمل هذه الاختبارات ما يلي:

1- اختبار الارتباط الذاتي: (Serial Correlation Test) :

تم استخدام اختبار LM Test for Serial Correlation لفحص ما إذا كانت الأخطاء العشوائية للنموذج مترابطة عبر الزمن.

جدول 4-11: اختبار الارتباط الذاتي (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

الفرضية الصفرية	Chi-Square	درجة الحرية	الاحتمالية (p-value)
لا يوجد ارتباط ذاتي	48.57048	36	0.0787

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

أظهرت النتائج أن قيمة الاحتمال (p-value) كانت **0.0787** عند التأخير الأول، مما يعني أن الارتباط الذاتي غير موجود عند مستوى 5% لكنه قد يكون مؤثراً عند مستوى أقل من 10%.

2- اختبار التباين غير المتجانس: (Heteroskedasticity Test)

تم استخدام **White Test** لاختبار التباين غير المتجانس في النموذج.

4-12 : جدول اختبار التباين غير المتجانس (White Test)

الفرضية الصفرية	Chi-Square	درجة الحرية	الاحتمالية (p-value)
التباين متجانس	1054.659	1050	0.4538

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

كانت قيمة الاحتمال (p-value) أكبر من 5%، مما يدل على أن التباين ثابت عبر الملاحظات، وبالتالي لا توجد مشكلة تباين غير متجانس تؤثر على مصداقية التقديرات.

النتيجة: تؤكد هذه الاختبارات أن النموذج القياسي المستخدم في الدراسة موثوق، ولا يعاني من مشكلات الارتباط الذاتي أو التباين غير المتجانس، مما يعزز دقة النتائج ويجعلها قابلة للتفسير بطريقة علمية دقيقة.

المطلب الثالث : نتائج الدراسة القياسية :

أكد التحليل التطبيقي باستخدام نموذج VECM أن هناك علاقة طويلة الأجل تربط بين النمو الاقتصادي والاستثمارات الأجنبية بشقيها. وقد لعبت الاستثمارات غير المباشرة دوراً جوهرياً في تضخيم ونقل صدمة الأزمة المالية العالمية 2008 إلى الاقتصاديات الوطنية، من خلال التقلبات الحادة في تدفقات المحافظ الاستثمارية والائتمان المصرفي الأجنبي. في المقابل، أثبت الاستثمار الأجنبي

المباشر أنه أكثر ثباتاً واستمرارية، فإسهامه في التقلبات كان طفيفاً بينما حافظ على أثر إيجابي معتدل في المدى الطويل على النمو. إن هذه النتائج تتسجم مع فرضية البحث بأن قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر كانت الناقل الرئيسي للأزمة؛ حيث أدى التوقف المفاجئ لهذه التدفقات وهروبها أثناء 2008 إلى تباطؤ اقتصادي محسوس. أما السياسات الاقتصادية، فينبغي أن تركز على الاستفادة من مزايا الـ FDI المستقر وتعزيز عوامل الجذب له، وفي نفس الوقت مراقبة التدفقات القصيرة الأجل ووضع احتياطات وإطار تنظيمي يحد من تقلبها لحماية الاقتصاد من تقلبات مفاجئة. وبهذا الشكل، يكون الاقتصاد أقل عرضة للأزمات الخارجية وأكثر قدرة على الاستفادة من العولمة المالية بطريقة آمنة ومستدامة.

خلاصة الفصل الرابع :

تم دراسة في هذا الفصل تحليل دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية بين الدول، مع التركيز على أزمة 2008، من خلال تطبيق نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) على بيانات بابل لعينة من الدول خلال الفترة 2000-2012 وقد تم استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية لضمان دقة وموثوقية النتائج، بما في ذلك اختبار الجذر الوحدوي، اختبار التكامل المشترك، تحليل استجابة الصدمات (IRF) ، وتحليل تفكك التباين (Variance Decomposition) .

أكدت هذه الدراسة أن الاستثمارات الأجنبية تلعب دورًا مزدوجًا في الاقتصاديات الوطنية، حيث يمكن أن تكون مصدرًا للنمو والاستقرار في حالة الاستثمارات طويلة الأجل (FDI) ، ولكنها قد تتحول إلى قناة لانتقال الأزمات المالية إذا كانت في شكل تدفقات قصيرة الأجل غير مستقرة (Portfolio & Foreign Bank Claims). وقد أظهرت أزمة 2008 كيف يمكن أن تؤدي التقلبات المالية العالمية إلى تدفقات رأسمالية خارجية مفاجئة، مما يؤدي إلى اضطرابات اقتصادية حادة، لاسيما في الدول ذات الاعتماد الكبير على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

لذلك، فإن تبني استراتيجيات اقتصادية مستدامة لإدارة تدفقات الاستثمار الأجنبي يعد أمرًا حيويًا، من أجل تقليل المخاطر المالية، وتعزيز قدرة الدول على الاستفادة من العولمة المالية بطريقة أكثر استقرارًا وكفاءة.

الخاتمة

الخاتمة:

أظهرت الدراسة أن الاستثمارات الأجنبية تلعب دوراً مزدوجاً في الاقتصاد، حيث يمكن أن تكون عاملاً محفزاً للنمو الاقتصادي عندما تكون مستقرة ومستدامة، كما هو الحال مع الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، الذي يساهم في نقل التكنولوجيا، تحسين الإنتاجية، خلق فرص العمل، وتعزيز النمو على المدى الطويل. في المقابل، يمكن أن تتحول الاستثمارات الأجنبية، خصوصاً التدفقات المالية قصيرة الأجل مثل استثمارات المحافظ والقروض المصرفية الأجنبية، إلى قناة رئيسية لنقل الأزمات المالية بين الدول، خاصة خلال فترات عدم الاستقرار الاقتصادي العالمي. فعندما تدخل هذه التدفقات إلى الأسواق بكثافة في فترات الانتعاش، فإنها قد تعزز النمو مؤقتاً، ولكن بمجرد حدوث اضطرابات مالية أو تغيرات في معنويات المستثمرين، تتسحب هذه الأموال بسرعة، مما يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق وانكماش اقتصادي مفاجئ، كما حدث خلال الأزمة المالية لعام 2008. لذلك، فإن تأثير الاستثمارات الأجنبية يعتمد بشكل كبير على طبيعة هذه التدفقات، حيث يمكن أن تكون قوة دافعة للنمو والاستقرار إذا كانت طويلة الأجل، أو قد تصبح مصدراً لعدم الاستقرار ونقل الأزمات إذا كانت قصيرة الأجل ومتقلبة. وهذا يبرز الحاجة إلى سياسات اقتصادية متوازنة تحفز الاستثمارات المستدامة وتحد من مخاطر التدفقات الرأسمالية غير المستقرة.

اختبار الفرضيات:

ومن خلال مجمل ما تم طرحه في الأطروحة يمكن اختبار الفرضيات المقترحة في مقدمة الدراسة:

1- اختبار الفرضية الأولى: والتي تتمحور حول للاستثمارات الأجنبية جوانب ايجابية، كما لها سلبيات للدول المصدرة والمستقبله له، وقد ثبتت صحة هذه الفرضية من خلال عرض الجوانب الإيجابية والسلبية للاستثمارات الأجنبية في الفصل الأول و في الدراسة التطبيقية.

2- اختبار الفرضية الثانية: وهو رغم التشابه بين الأزمات الاقتصادية القديمة والحديثة، إلا أن الأزمات الحديثة أصبحت أكثر تشعباً نتيجة للعولمة المالية والاقتصادية و

قد اثبتنا صحة هذه الفرضية في الفصل الثاني و الثالث لان العالم اصبح اكثر تشابك وترابط فيما بينهم في الجانب الاقتصادي.

3-اختبار الفرضية الثالثة: هناك عدة نماذج مختلفة لقياس عدوى الازمات وقد اثبتنا صحة هذا الفرض في الفصل الثالث نظرا لان موضوع العدوى موضوع شائك فان النماذج الإحصائية لقياسه متعددة وتكون حسب هدف الدراسة.

4-اختبار الفرضية الرابعة: الفرضية صحيحة إلى حد كبير بناءً على الأدلة الإحصائية والاقتصادية المستخلصة من نموذج VECM وتحليل استجابة الصدمات (IRF) وتحليل تفكك التباين (Variance Decomposition). الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، مثل تدفقات المحافظ الاستثمارية (Portfolio Investment) والائتمان المصرفي الأجنبي (Foreign Bank Claims)، أظهرت دورًا كبيرًا في تضخيم الأزمات المالية ونقلها بين الدول، نظرًا لطبيعتها السريعة التقلب وسهولة خروجها المفاجئ من الأسواق. في المقابل، الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) كانت أكثر استقرارًا ولم تساهم بشكل كبير في نقل الأزمة، بل كانت علاقتها بالنمو إيجابية ومستدامة على المدى الطويل.

النتائج:

وقد تم تحليل دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية من دولة إلى أخرى من خلال دراسة شاملة تناولت مختلف المؤشرات الاقتصادية، بما في ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر، وأداء سوق الأوراق المالية، . ويعرض هذا القسم نتائج الدراسة التي تسلط الضوء على مدى مساهمة الاستثمارات الأجنبية في انتشار الأزمات المالية بين الدول.

1-النتائج النظرية:

- أوضحت الدراسة أن تدفقات رأس المال الأجنبي تؤدي في بعض الأحيان إلى تضخم فقاعة اقتصادية في الدول المستقبلية. هذا التضخم يحدث نتيجة الإفراط في الإقراض والاستهلاك الممول من الاستثمارات الأجنبية، مما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات عند حدوث أي تصحيحات في السوق أو انسحاب مفاجئ لرأس المال.

- العولمة المالية تسهم في خلق بيئة تتيح انتقال الأزمات المالية بسرعة أكبر بين الدول. - تبين من خلال التحليل النظري أن الأزمات المالية لم تعد قاصرة على الدول التي تنشأ فيها، بل تنتقل بسهولة إلى الدول الأخرى نتيجة الترابط المالي العالمي المتزايد.
- رغم أهمية العوامل الخارجية مثل تدفقات رأس المال الأجنبي في تفسير الأزمات الاقتصادية، فقد أظهرت الدراسة أن العوامل المحلية مثل الأطر التنظيمية والرقابية هي عناصر حاسمة في تقليل تأثير هذه الأزمات. البلدان التي تفتقر إلى أنظمة رقابية قوية وتفتقر إلى الشفافية في الأسواق المالية تكون أكثر عرضة للتأثر سلبًا بتقلبات الاستثمارات الأجنبية.

2-النتائج التطبيقية:

*وجود علاقة طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي والنمو الاقتصادي: أثبت اختبار التكامل المشترك وجود علاقة توازنية تربط بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي.

*التدفقات المالية قصيرة الأجل أكثر تأثرًا بالأزمات: أظهرت استثمارات الحافظة (Portfolio Investment) حساسية عالية للأزمة المالية العالمية 2008، مما أدى إلى خروج سريع لرؤوس الأموال من الأسواق الناشئة.

*الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر استقرارًا: رغم انخفاض تدفقات الـ FDI خلال الأزمة، إلا أنه كان أقل تقلبًا مقارنة بالاستثمارات غير المباشرة، مما يعكس طبيعته طويلة الأجل.

* ارتفاع تقلبات الأسواق المالية أدى إلى تباطؤ النمو: أكدت دوال استجابة الصدمات (Impulse Response) أن زيادة مؤشر التقلب المالي (VIX) ترتبط بانخفاض فوري في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

* السياسة النقدية لعبت دورًا في تخفيف الأزمة: أظهر تحليل البيانات أن خفض أسعار الفائدة ساهم في الحد من آثار الأزمة لكنه لم يكن كافيًا لمنع التباطؤ الاقتصادي.

* الاقتصادات ذات الانفتاح المالي الكبير كانت الأكثر تضرراً: الدول التي تعتمد بشكل كبير على التدفقات المالية الخارجية تعرضت لتقلبات حادة وانكماش اقتصادي أكبر خلال الأزمة.

* مطالبات البنوك الأجنبية ساهمت في نقل الأزمة: تراجع القروض المصرفية الأجنبية بعد 2008 أدى إلى نقص السيولة في العديد من الدول، مما أثر على الاستثمارات المحلية والقدرة الإنتاجية.

* أهمية مراقبة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المستقرة: تشير النتائج إلى ضرورة وجود سياسات تنظيمية تحد من تأثير الاستثمارات قصيرة الأجل على استقرار الاقتصاد الوطني أثناء الأزمات المالية.

التوصيات:

من أهم التوصيات حول دور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات المالية والاقتصادية من دولة إلى أخرى:

- يجب على الدول تقليل الاعتماد المفرط على الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتنويع مصادر التمويل الداخلي لضمان استقرار الاقتصاد في مواجهة الأزمات.

- تشجيع الدول على التعاون في آليات الاستجابة للأزمات التنظيمية المالية للتداعيات العابرة للحدود على الاستثمارات الأجنبية. إنشاء منصات لتبادل المعلومات والتنسيق وإجراءات السياسات المشتركة لتقليل مخاطر انتقال الأزمات.

- الاستثمار في تطوير وتنفيذ أنظمة قوية للإنذار المبكر يمكنها تحديد نقاط الضعف والمخاطر المحتملة المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية. ويجب أن تتضمن هذه الأنظمة مؤشرات تتعلق بأنماط الاستثمار، وتدفقات رأس المال، ومؤشرات الاقتصاد الكلي، مما يسمح بالتدخل في الوقت المناسب وتخفيف المخاطر.

- تشجيع المستثمرين الأجانب على الالتزام بممارسات الاستثمار المسؤولة، بما في ذلك المبادئ التوجيهية للاستثمار المستدام والمسؤول اجتماعياً. تعزيز الشفافية والمساءلة في عمليات الاستثمار لتقليل احتمالية تسبب الاستثمارات غير المسؤولة في حدوث أزمات مالية أو تفاقمها.

- تحسين الأنظمة المالية المحلية من خلال تعزيز ممارسات التنظيم والإشراف وإدارة المخاطر. ويشمل ذلك تعزيز الأنظمة المصرفية، وتنظيم سوق رأس المال، وأطر الحوكمة لضمان قدرتها على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية والانتقال المحتمل للأزمات.

- تقييم الفوائد المحتملة لتطبيق ضوابط حركة رأس المال لإدارة المخاطر المرتبطة بتدفقات رأس المال الكبيرة والمتقلبة. النظر في تنفيذ تدابير مثل فرض الضرائب على تدفقات رأس المال القصيرة الأجل، أو الاستفادة من القيود المستهدفة على قطاعات محددة، أو إدخال تدابير احترازية كلية لحماية الاستقرار المالي.

- تعزيز التنوع الاقتصادي والحد من الاعتماد المفرط على قطاعات أو صناعات محددة معرضة للصدمات الخارجية. ومن شأن تعزيز التنوع أن يجعل البلدان أقل عرضة لانتقال الأزمات ويوفر قدراً أكبر من المرونة خلال أوقات عدم اليقين الاقتصادي.

- الاستثمار في تعزيز مؤسسات إدارة الأزمات، بما في ذلك البنوك المركزية والهيئات التنظيمية والهيئات الحكومية المسؤولة عن مراقبة الأزمات المالية والاستجابة لها. تعزيز قدراتهم في تقييم المخاطر وتنسيق الاستجابات وتنفيذ استراتيجيات فعالة لإدارة الأزمات.

- إجراء اختبارات ضغط دورية لتقييم مرونة الأنظمة المالية في مواجهة انتقال الأزمات المحتملة. وستساعد هذه الاختبارات في تحديد نقاط الضعف المحتملة، وتقييم تأثير الاستثمارات الأجنبية في ظل سيناريوهات الضغط المختلفة، وإرشاد صناع السياسات في تصميم التدابير الوقائية المناسبة.

- تعزيز الاستقرار الاقتصادي وشبكات الأمان الاجتماعي: تنفيذ السياسات الرامية إلى الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي وإنشاء شبكات الأمان الاجتماعي كنهج أساسي للتخفيف من الآثار السلبية لانتقال الأزمات.

ويشمل ذلك التركيز على خلق فرص العمل، وحماية الدخل، وبرامج الرعاية الاجتماعية لحماية رفاهية المواطنين أثناء الأزمات المالية والاقتصادية.

- تعزيز بناء القدرات وتبادل المعرفة: الاستثمار في برامج بناء القدرات لصانعي السياسات والهيئات التنظيمية والمؤسسات المالية لتعزيز فهمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية. تسهيل تبادل المعرفة بين البلدان لتبادل أفضل الممارسات والدروس المستفادة والاستراتيجيات الناجحة لإدارة مخاطر انتقال الأزمات.

آفاق البحث:

ومن الممكن إجراء المزيد من الأبحاث في هذا المجال لاستكشاف دور الاستثمارات الأجنبية في أنواع محددة من الأزمات المالية، مثل أزمات العملة أو الأزمات التي تتمحور حول البنوك. بالإضافة إلى ذلك، فإن دراسة تأثير الاستثمارات الأجنبية على قطاعات مختلفة من الاقتصاد يمكن أن توفر نظرة ثاقبة حول كيفية تأثر صناعات أو مناطق معينة بهذه الاستثمارات. علاوة على ذلك، يمكن للدراسات الطولية التي تتبع العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والأزمات المالية مع مرور الوقت أن تساعد في تحديد الأنماط أو المحفزات المحتملة وتوجيه استجابات السياسات وفقاً لذلك.

- تحليل أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على انتقال الأزمات الاقتصادية.

- تقييم دور استثمارات المحفظة في آثار العدوى.

- دراسة دور المؤسسات المالية الدولية في انتقال الأزمات.

- بحث دور التكامل الإقليمي والروابط التجارية في انتقال الأزمات.

- استكشاف دور استجابات السياسات في التخفيف من انتقال الأزمات.

- دراسة دور عدم تماثل المعلومات وسلوك المستثمرين في انتقال الأزمات.

- دراسة تأثير التقدم التكنولوجي على انتقال الأزمات.

ومن خلال تناول هذه التوجهات البحثية يمكننا الوصول إلى فهم أعمق لدور الاستثمارات الأجنبية في نقل الأزمات الاقتصادية بين الدول. وستكون هذه المعرفة ضرورية لصناع السياسات والمستثمرين والمؤسسات الدولية في تطوير استراتيجيات للتخفيف من الآثار السلبية للأزمات الاقتصادية وتعزيز الاستقرار المالي العالمي.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

*مراجع باللغة العربية :أولاً: الكتب :

- 1- أ.ف. اينكين، ترجمة: غسان رسلان، الأزمة النقدية في الغرب، منشورات وزارة الثقافة والإرشاد القومي، دمشق، سوريا، 1976.
- 2- أبو قحف عبد السلام : اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2003.
- 3- أبو قحف، عبد السلام. نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية. مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 22.
- 4- آدم مهدي أحمد ، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية ، الشركة العالمية للطباعة و النشر ، القاهرة، 1999 .
- 5- أسامة المجذوب، "العولمة والإقليمية. مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية ، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر ، 2001.
- 6- إكرام عبد الرحيم، مرجع ، التحديات المستقبلية للتكتل الاقتصادي العربي، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر ، 2002.
- ¹ الشراوي عبد الحكيم مصطفى. الاستثمار الأجنبي وآثاره الاقتصادية. دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2001.
- 7- بكلي، كاسو، داننج، ورجمان. نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية: تأثير المزايا الاحتكارية على الاستثمار الأجنبي المباشر. دار النشر، القاهرة، 2005.
- 8- جمال الخطيب ،العولمة والأسواق العربية لرأس المال ،مؤسسة طابا ،الطبعة الأولى عبيد مصر 2002.

- 9- جيل برتان "الاستثمار الدولي"، ترجمة على مقلد، علي زيعور، مكتبة الفكر الجامعي، منشورات عويدات، لبنان، 1983، ص 7.
- 10- حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة، مصر، 1998.
- 11- حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 12- حسن بن رقدان الهجوج: تطوير الإدارة العربية لجذب الاستثمار، مؤتمر الاستثمار والتمويل، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2006.
- 13- حسن توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، المنظمة العربية للإدارة، القاهرة، مصر، 2005.
- 14- حسن عمر، "الاستثمار و العمولة"، دار الكتاب الحديث، لقاهرة، مصر 2000.
- 15- حسن لطيف كاظم الزبيدي، "العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث"، ط1، دار الكتاب الجامعي، العين، الإمارات العربية المتحدة، 2000.
- 16- حسين عبد المطلب الأسرج: مقال تحت عنوان اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر وسياسات تنميته إلى الدول العربية 1992-2004، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 34، جوان 2007، القاهرة، مصر.
- 17- حمد، علي. الاستثمار الدولي واستراتيجيات التنمية الاقتصادية. دار الفكر الاقتصادي، القاهرة، مصر، 2020.
- 18- خالد سعد زغلول حلمي، مثلث قيادة الاقتصاد العالمي (دراسة قانونية واقتصادية)، الطبعة الأولى، مجلس النشر العلمي، الكويت، 2002.
- 19- رزق عادل محمد، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي. دار طيبة، السعودية، 2004 .
- 20- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1989 .

- 21- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتضخم، مطابع الرسالة، الكويت، 1987، ص 92.
- 22- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1999 .
- 23- زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 24- سامي عفيفي حاتم، "اقتصاديات التجارة الدولية"، ط 3، جامعة حلوان، القاهرة، مصر ، 2003.
- 25- سنغ كفالجيت، ترجمة: رياض حسن، عولمة المال، الطبعة الأولى، المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر والإشهار، الجزائر، 2001.
- 26- شحاتة عبد الله. ، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب ، دراسة، مجلة الاقتصاد الإسلامي، القاهرة، مصر ، 2010.
- 27- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا للنشر، عابدين، مصر، 2002.
- 28- الشركة العربية لمصائد الأسماك ، الاستثمار الأجنبي المباشر بالدول العربية "المشكل و الحل "الحوافز الممنوحة للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ، ورقة مقدمة في ندوة 24-25 مارس 1997.
- 29- طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 30- عابد الجابري، "العولمة والهوية الثقافية"، مجلة معلومات دولية، العدد 258، 1998.
- 31- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 32- عبد الحميد عبد المطلب -العولمة واقتصاديات البنوك -الدار الجامعية الإسكندرية مصر 2001.

- 33- عبد الرحمن يسرى حمدي، قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 34- عبد السلام أبو قحف: اقتصاديات الاستثمار الدولي، المكتب العربي لحديث، الإسكندرية، مصر ، 1991.
- 35- العبد الله، مصطفى. "الأزمات والدورات الاقتصادية." مجلة الاقتصاد المعاصر، العدد 5، بغداد ، العراق ، 2010.
- 36- عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2003.
- 37- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظمتها،شركاتها،تداعياتها)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
- 38- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر ، 2001.
- 39- عريان، أمير ألفونس. الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد العالمي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر ، 2005.
- 40- عطية، خليل محمد خليل. الاستثمار الأجنبي المباشر والنظرية الاقتصادية. دار الفكر العربي، القاهرة ،، مصر ، 2003.
- 41- عليوش قربوع كمال، "قانون الاستثمارات في الجزائر"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- 42- عمر صقر: العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ، مصر ، 2001.
- 43- غريب جمال، صلاح الدين عقدة، "التخلف الاقتصادي و التنمية"، مطابع مركز التدريب المهني للشرطة، القاهرة، مصر ، 1995.
- 44- فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب ، 2009.

- 45- فريد النجار, " الاستثمار الدولي و التنسيق الضريبي ", مؤسسة شباب الجامعة, مصر, 2000.
- 46- فريد النجار, الاستثمار بالنظم الإلكترونية و الاقتصاد النقدي الرقمي,, مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية,مصر, 2004.
- 47- فليح حسن خلف: التمويل الدولي, مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع, عمان, الأردن, 2004.
- 48- فليح حسن خلف, العولمة الاقتصادية, عالم الكتب الحديث, الأردن, 2010.
- 49- قحطان سيوقي, اقتصاديات المالية العامة, دار طرابلس للدراسات و النشر و الترجمة, طرابلس, ليبيا, 1989.
- 50- محسن أحمد الخصري العولمة الاجتياحية, مجموعة النيل العربية, القاهرة, مصر, 2000, ص 36.
- 51- محسن أحمد الخصري, "العولمة الاجتياحية", مجموعة النيل العربية, القاهرة, مصر , 2001.
- 52- محمد بسيوني وآخرون, التنمية الاقتصادية, كتاب دراسي , كلية التجارة, جامعة عين شمس, القاهرة, 2000.
- 53- محمد سعيد أبو زعرور, "العولمة", ط 1, دار البيارق, عمان, الأردن, , 1998.
- 54- محمد صفوت قابل, "الدول النامية والعولمة", الدار الجامعية, الإسكندرية, القاهرة, مصر , 2004.
- 55- محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية ,القاهرة , مصر , 1999.
- 56- محمد نظير بسيوني : اقتصاديات الاستثمار, كلية التجارة, جامعة عين شمس, القاهرة, مصر, 2003.

- 57- محمد نظير بسيوني: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر ، 1995.
- 58- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 59- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997مصر.
- 60- منير إبراهيم هندي؛ الفكر الحديث في مجال الإستثمار ،الطبعة الثالثة ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 98
- 61- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات: منشورات المؤسسة ، العدد الفصلي الأول يناير - مارس 2008، الكويت.
- 62- النجفي حسن، القاموس الاقتصادي، مطبعة الإدارة المحلية، بغداد ، العراق، 1977.
- 63- نوزاد الهيّتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا ، 1998.
- 64- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 65- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للنشر ،لبنان، 2001.
- 66- يمن الحماقي وآخرون: محاضرات في الاقتصاد التطبيقي، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، مصر ، 2003.
- ثانيا :المجلات و الدوريات :**
- 67- أحمد عبد الرحمان أحمد، "العولمة، المظاهر والمسببات"، مجلة العلوم الاجتماعية، الكويت، المجلد 26، العدد 2، ديسمبر 1999.

- 68- إسماعيل صبري عبد الله: الكوكبة ، الرأسمالية العالمية في مرحلة ما بعد الإمبريالية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 222 ، لبنان، أوت 1997.
- 69- اسماعيل صبري عبد الله، "الكوكبة ، الرأسمالية العالمية ، مرحلة ما بعد الإمبريالية"، مجلة المستقبل العربي، العدد 222، 1997.
- 70- أقاسم حجاج، "العولمة ،النشأة السياسية"، مجلة السياسة الدولية، المجلد 40، العدد 159، جانفي 2005.
- 71- جيمس م. باوتون، "هاري ديكتروايت وصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1998).
- 72- حاكمي بوحفص، "العولمة الاندماج السريع والمنافع المحدودة- حالة الدول النامية"، مجلة علوم إنسانية، العدد 20، أفريل 2005.
- 73- حمدي عبد الرحمان، "العولمة وآثارها السياسية في النظام الإقليمي العربي"، مجلة المستقبل العربي، العدد 258، أوت 2000.
- 74- حميد الجميلي، مستقبل الأمن الاقتصادي العربي في ضوء تحولات نهاية القرن 20"، مجلة شؤون عربية، العدد 100، ديسمبر 1999.
- 75- خالد عبد العزيز الجوهري، "الاندماج بين الظاهرة والهوس"، مجلة السياسة الدولية، العدد 140، أفريل 2000.
- 76- خليل محمد خليل: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتنمية، المجلة العلمية، كلية التجارة، العدد 20 ،جامعة أسيوط، مصر ، 1994.
- 77- سمير المقدسي، "التكتل الاقتصادي العربي والعولمة على مشارف القرن 21"، مجلة شؤون عربية، سبتمبر 2000، العدد 103.
- 78- صلاح سالم، "العولمة والطريق الثالث"، بحث للسيد ياسين، مجلة شؤون عربية، العدد 107، سبتمبر 2001، ص 230¹ موسى الغرير، "المنظمات الاقتصادية الدولية، منظمة التجارة العالمية نموذجا"، مجلة معلومات دولية، ربيع 2000، العدد 64.
- 79- عبد الأمير سعيد، "العولمة مقارنة في التفكير الاقتصادي"، مجلة أخبار النفط والصناعة، العدد 356، ماي 2000.

- 80- عبد الخالق عبد الله، العولمة جذورها وفروعها وكيفية التعامل معها"، مجلة عالم الفكر، المجلد 28، العدد 01، ربيع 1998.
- 81- مانويل جويتان، "كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998).
- 82- محمد الأطرش، "العرب والعولمة ما العمل"، مجلة المستقبل العربي، العدد 229، مارس 1998.
- 83- محمد سيد أحمد، "حول إشكالية العولمة"، مجلة السياسية الدولية، العدد 161، المجلد 40، جويلية 2005.

ثالثا: الرسائل و الأطروحات العلمية :

- 84- جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 85- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 86- عائشة عزوز، عولمة النظام المالي الدولي وانعكاساته على النظام المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007.
- 87- عمار زودة : محددات قرار الاستثمار الأجنبي المباشر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2008.
- 88- فارس فضيل: أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- 89- فتيحة بكطاش، الأزمة المالية الآسيوية (أسبابها، انعكاساتها، ومعالجتها)، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، 1999.
- 90- نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها (مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

- 91- وليد احمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- رابعا: التقارير والنشريات المؤسسات و الملتقيات العلمية :
- 92- الأونكتاد: تقرير الاستثمار العالمي، الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد من الاقتصادات النامية والانتقالية وآثاره على التنمية، 2006 . 2007 .
- 93- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف (دراسة في اثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث)، عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1987.
- 94- العولمة والفرص المتاحة للدول النامية، إصدارات صندوق النقد الدولي، ترجمة أمينة عبد العزيز، أحمد هاشم فاطر، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد 02، ديسمبر 1997.
- 95- محفوظ جبار ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة ، ملتقى دولي حول العولمة جامعة منتوري ، قسنطينة ،الجزائر ، 2001.

*المراجع الأجنبية :

- 96- Christian de Boissieu, Monnaie et économie. Economica.,Paris, France.
- 97- A Beitone ; A Cazorla ; C Dollo ; A-Mary Draï, Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2e édition, Paris, 2007.
- 98- Abdellah Boughaba : Analyse et évaluation de projets, Berti edition, imprimé en France, Paris, 1999.
- 99- Barthalon Eric, Crises financières: Revue problèmes économiques, n° 2595 , 1998 .
- 100- Bernard et coulli," Dictionnaire économique et financière", sixième edition, edition du seuil, paris, 1996.
- 101- Bernard Rosier, Les Théories des Crises Economiques, 5 ème édition, Paris : Ed La Découverte, 2003.
- 102- Boyer Robert, et al. *Les crises financières*. Conseil d'analyse économique, 2004.
- 103- Bussery , Charois, Analyse et Evaluation des Projets d Investissements, Paries, 1999.

- 104- Claessens, Stijn, and M. Ayhan Kose. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Paper, 13/28, 2013.
- 105- D.Lacoue labarthe, les crises financières et leur propagation internationales, in E.Girardin: finance internationale: l'état actuel de la théorie, édition economica, 1992 .
- 106- Dilip K. Das ,Financial Globalization: Growth Integration Innovation And Crisis, London : Palgrave Macmillan, Britain , 2010.
DOI: 10.1017/CBO9781139085083.012.
- 107- Dunning, John H. Multinational Enterprises and the Global Economy. 2nd ed., Edward Elgar Publishing, 2008.
- 108- Dunning, John H. Multinational Enterprises and the Global Economy. 2nd ed., Edward Elgar Publishing, 2008.
- 109- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 1963.
- 110- G. Bird, R. Rajan "Financial Crises and the Composition of International Capital Flows: Does FDI Guarantee Stability?." None (2000). DOI: 10.2139/ssrn.253324.
- 111- G. Hale, Tumer Kapan, Camelia Minoiu "Shock Transmission through Cross-Border Bank Lending: Credit and Real Effects." The Review of financial studies (2019). DOI: 10.2139/ssrn.2747562.
- 112- Gautier- françois , « analyse macro économique, paris, 1982.
- 113- Gervasio SEMEND et Patrike Villieem, Mondialization, Integration Economique et Croissance, Nouvelle Aproches, L'Armatham, Paris, 1998.
- 114- Harvey, David. The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism. Profile Books, 2010.
- 115- Hess.P and C.Ross: Economic Development Theories, Evidence and Policies, The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers, USA, 1997 .
- 116- Hill, Charles W. L., and G. Tomas M. Hult. International Business: Competing in the Global Marketplace. 12th ed., McGraw-Hill Education, 2019.
- 117- Hill, Charles W. L., and G. Tomas M. Hult. International Business: Competing in the Global Marketplace. 12th ed., McGraw-Hill Education, 2019.
- 118- Jean Louis Mucchelli: Relations Economiques Internationales , Editions Hachette, Paris, 1994.

- 119- Korotayev, Andrey V., and Sergey V. Tsirel. "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis." *Structure and Dynamics*, vol. 4, no. 1, 2010.
- 120- Korotayev, Andrey V., and Sergey V. Tsirel. "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis." *Structure and Dynamics*, vol. 4, no. 1, 2010.
- 121- Kregel, Jan A. "Minsky's 'Cushions of Safety,' Systemic Risk and the Crisis in the Subprime Mortgage Market." Levy Economics Institute, Working Paper No. 548, 2008.
- 122- Lillian Cheung, Chi-sang Tam and Jessica Szeto. CONTAGION OF FINANCIAL CRISES: A LITERATURE REVIEW OF THEORETICAL AND EMPIRICAL FRAMEWORKS. hong kong monetary authority.2009.
- 123- Mandel, Ernest. Marxist Economic Theory. Monthly Review Press, 1971 .
- 124- Marcel Fratzscher "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis." None (2012). DOI:<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.05.003>.
- 125- Marx, Karl. Capital, Volume I. Penguin Classics, 1990.
- 126- Marx, Karl. Capital, Volume II. Penguin Classics, 1992.
- 127- Mikyung Yun "Foreign Direct Investment and Corporate Restructuring after the Crisis." None (2003).
- 128- Moosa, Imad A. Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice. Palgrave Macmillan, Basingstoke, United Kingdom, 2002.
- 129- Moosa, Imad A. Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice. Palgrave Macmillan, Basingstoke, United Kingdom, 2002.
- 130- Noureddine Benfreha : Les Multinationales et la Mondialisation Enjeux et Perspectives pour l'Algérie, Edition Dhleb, Alger , 1999.
- 131- Nouveau dictionnaire économique et social, édition: sociales paris 1981.
- 132- Philip R. Lane, Gian Maria MilesiFerretti "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." International Monetary Fund (2017). DOI:<https://doi.org/10.5089/9781484300336.001>.
- 133- Pierre LamontagneCégep
<http://www.cvm.qc.ca/pitlamon/module08.htm> (25/05/2020).

-
- 134- Raymond Bertrand: Economie Financière Internationale, Paris, édition PUF, 1997.
 - 135- Raymond Vernon: The Manager in the International Economy, Seventh Edition, Prentic-Hall international, Inc, London, 1996 .
 - 136- Smith, John. Economic Development and Technology Adaptation. Oxford University Press, United Kingdom, 2020.
 - 137- United Nations Center on Transnational Corporations: The Determents of Foreign Direct Investment A survey of the Evidence, United Nations, New York 1992.
 - 138- W. Soontiens, S. Haemputchayakul "Sustainable Globalization and Emerging Economies : The Impact of Foreign Direct Investment in Thailand." None (NaN). DOI: None.
 - 139- World Bank: The Role of Foreign Direct Investment in Development, Development Committee Meeting, Washington, 1991, D.c.
 - 140- y- Bernard et j-ccolli .” vocabulaire économique et financier”édition: de seuil, paris, 1976.

قائمة الملاحق

Year	Country	GDP Growth Rate (%)	FDI Inflows (% of GDP)	Portfolio Investment Inflows (% of GDP)	Foreign Bank Claims (% of GDP)	Interest Rate (%)	Stock Market Volatility (VIX)
2000	USA	4.12	2.52	-1.2	50.23	3.51	22.42
2001	USA	3.21	2.84	-0.92	48.94	3.78	25.14
2002	USA	2.89	3.02	-1.5	51.36	4.21	23.65
2003	USA	3.64	2.63	-1.02	49.48	4.02	24.32
2004	USA	4.22	3.24	-0.85	47.85	4.54	26.14
2005	USA	3.79	3.02	-1.12	50.58	5.01	27.43
2006	USA	3.52	3.12	-1.3	52.01	5.22	28.71
2007	USA	2.95	2.94	-1.05	51.24	5.5	30.23
2008	USA	-0.12	2.43	-2.01	55.02	1.82	45.61
2009	USA	-2.51	2.01	-2.34	57.14	0.51	50.1
2010	USA	1.64	2.73	-1.71	53.81	2.21	32.41
2011	USA	2.34	3.11	-1.41	52.22	2.5	29.84
2012	USA	2.73	3.02	-1.02	50.94	3.02	28.51
2000	UK	3.45	3.05	-1.1	47.52	4.02	24.21
2001	UK	2.91	2.91	-1.04	48.14	3.91	25
2002	UK	2.52	3.11	-1.41	49.02	4.12	26.54
2003	UK	3.01	3.3	-1.2	50.21	4.34	27.32
2004	UK	3.24	3.45	-1.02	49.63	4.72	28.83
2005	UK	3.11	3.41	-1.21	48.81	5.1	30.02
2006	UK	2.85	3.21	-1.32	50.1	5.43	31.21
2007	UK	2.88	3.12	-1.1	49.82	5.41	32.01
2008	UK	-0.25	2.74	-2.15	53.27	2.31	48.13
2009	UK	-2.62	2.31	-2.45	55.01	1.01	49.82
2010	UK	1.42	2.85	-1.75	51.75	3.01	31.24
2011	UK	2.22	3.21	-1.41	50.88	3.51	30.45
2012	UK	2.6	3.05	-1.02	49.61	3.98	28.73
2000	Germany	3.25	3.41	-1.15	50.02	4.62	25.41
2001	Germany	2.75	3.12	-1.2	51.34	4.5	27
2002	Germany	2.31	3.32	-1.55	52.01	4.82	28.51
2003	Germany	2.92	3.44	-1.32	50.84	5.21	29.84
2004	Germany	3.11	3.52	-1.21	49.31	5.43	30.92
2005	Germany	2.92	3.4	-1.43	50.02	5.84	32.15
2006	Germany	2.73	3.22	-1.51	51.71	6.12	34.1
2007	Germany	2.41	3.01	-1.3	50.83	6.45	35.67
2008	Germany	-0.32	2.78	-2.21	54.02	2.82	46.23
2009	Germany	-3.01	2.11	-2.61	55.93	1.12	51.09
2010	Germany	1.23	2.74	-1.83	52.37	2.91	32.87
2011	Germany	1.98	3.11	-1.52	51.21	3.67	29.98
2012	Germany	2.31	3.22	-1.21	49.84	4.12	28.21
2000	France	3.21	3.12	-1.3	49.74	4.32	25.12
2001	France	2.84	3.02	-1.25	50.21	4.61	26.3
2002	France	2.51	3.22	-1.45	51.37	4.81	27.62

2003	France	2.92	3.34	-1.31	50.98	5.03	29.15
2004	France	3.15	3.4	-1.21	49.64	5.34	30.74
2005	France	3.02	3.35	-1.34	50.31	5.72	32.08
2006	France	2.83	3.21	-1.45	51.14	6	34.21
2007	France	2.41	3.04	-1.21	50.78	6.42	35.92
2008	France	-0.41	2.75	-2.31	54.02	2.94	47.31
2009	France	-3.12	2.2	-2.55	55.78	1.35	50.94
2010	France	1.31	2.84	-1.87	52.41	3.21	33.87
2011	France	2.04	3.12	-1.52	51.76	3.74	30.51
2012	France	2.37	3.28	-1.31	50.18	4.21	29.14
2000	China	8.21	5.42	-0.74	30.12	4.82	21.92
2001	China	7.85	5.8	-0.52	31.47	4.91	23.12
2002	China	7.51	6.1	-0.62	32.81	5.14	24.52
2003	China	8.12	6.34	-0.41	34.02	5.42	26.17
2004	China	9.11	6.85	-0.35	35.47	5.84	27.45
2005	China	10.02	7.12	-0.42	36.91	6.21	28.78
2006	China	9.75	7.34	-0.51	38.02	6.55	29.91
2007	China	9.12	7.41	-0.32	39.84	6.91	30.42
2008	China	7.51	6.75	-1.21	42.14	4.82	40.51
2009	China	6.34	5.84	-1.45	43.81	3.75	45.78
2010	China	8.12	6.42	-0.85	41.74	5.12	33.91
2011	China	9.01	7.01	-0.74	40.91	5.84	31.42
2012	China	9.34	7.15	-0.52	39.84	6.14	30.12
2000	India	6.42	3.81	-0.92	28.12	5.25	22.81
2001	India	5.84	3.92	-1.01	29.41	5.42	24.02
2002	India	5.31	4.02	-1.12	30.81	5.68	25.42
2003	India	6.02	4.28	-0.94	31.92	6.12	26.97
2004	India	6.85	4.74	-0.82	33.21	6.45	28.31
2005	India	7.42	5.02	-0.94	34.78	6.72	29.58
2006	India	8.01	5.41	-0.82	36.12	7.01	30.84
2007	India	7.64	5.84	-0.61	37.84	7.42	32.51
2008	India	5.21	4.92	-1.45	40.92	4.78	41.92
2009	India	4.31	4.15	-1.84	42.84	3.84	45.31
2010	India	6.12	4.84	-1.02	41.31	5.45	34.42
2011	India	7.14	5.31	-0.84	40.21	6.01	32.15
2012	India	7.58	5.41	-0.52	39.42	6.42	31.04
2000	Brazil	4.82	2.31	-1.41	45.62	8.12	27.81
2001	Brazil	3.75	2.45	-1.32	46.14	7.84	28.52
2002	Brazil	3.21	2.61	-1.55	47.92	7.51	29.84
2003	Brazil	4.12	2.94	-1.34	49.14	7.12	31.24
2004	Brazil	5.01	3.21	-1.12	50.78	6.75	32.47
2005	Brazil	5.84	3.52	-1.24	51.84	6.41	34.12
2006	Brazil	6.12	3.85	-1.05	53.01	6.12	35.78
2007	Brazil	5.74	4.12	-0.85	54.31	5.92	36.91
2008	Brazil	2.51	3.78	-2.01	58.12	3.75	44.32
2009	Brazil	1.32	3.31	-2.34	59.84	2.85	46.81

قائمة الملاحق

2010	Brazil	3.21	3.74	-1.71	57.21	4.45	38.24
2011	Brazil	4.12	4.21	-1.42	55.84	5.12	35.78
2012	Brazil	4.52	4.31	-1.21	54.61	5.41	33.45
2000	Russia	6.12	4.01	-1.22	40.74	6.92	25.14
2001	Russia	5.74	4.21	-1.12	41.51	6.54	26.81
2002	Russia	5.31	4.42	-1.35	42.84	6.21	28.41
2003	Russia	6.02	4.61	-1.14	44.01	5.84	29.78
2004	Russia	6.85	4.84	-0.98	45.62	5.45	30.94
2005	Russia	7.42	5.12	-1.01	47.01	5.12	32.41
2006	Russia	8.01	5.31	-0.85	48.84	4.91	33.92
2007	Russia	7.64	5.54	-0.72	50.12	4.75	35.11
2008	Russia	5.21	4.92	-1.85	52.45	3.98	42.78
2009	Russia	4.31	4.31	-2.11	53.92	3.12	45.67
2010	Russia	6.12	4.84	-1.23	51.76	4.45	36.42
2011	Russia	7.14	5.31	-0.92	50.21	5.01	34.15
2012	Russia	7.58	5.41	-0.74	48.74	5.42	32.98
2000	Japan	2.31	1.74	-1.42	35.12	2.84	20.11
2001	Japan	2.12	1.85	-1.35	36.21	2.72	21.41
2002	Japan	1.98	2.02	-1.62	37.42	2.85	22.78
2003	Japan	2.45	2.12	-1.41	38.61	3.01	23.94
2004	Japan	2.91	2.35	-1.21	40.02	3.12	24.67
2005	Japan	3.12	2.54	-1.14	41.21	3.21	26.12
2006	Japan	3.41	2.71	-1.01	42.92	3.45	27.45
2007	Japan	2.98	2.84	-0.92	44.31	3.62	28.78
2008	Japan	1.76	2.45	-1.85	46.92	2.75	35.92
2009	Japan	1.12	2.12	-2.01	48.01	2.12	39.21
2010	Japan	2.12	2.54	-1.45	45.92	3.12	31.87
2011	Japan	2.45	2.92	-1.12	44.21	3.54	30.21
2012	Japan	2.78	3.12	-0.92	43.12	3.72	28.94
2000	Canada	3.41	2.91	-1.32	40.21	3.12	22.45
2001	Canada	3.12	3.02	-1.21	41.42	3.24	23.78
2002	Canada	2.85	3.21	-1.45	42.67	3.31	25.12
2003	Canada	3.12	3.34	-1.31	43.81	3.45	26.41
2004	Canada	3.45	3.52	-1.21	45.12	3.72	27.81
2005	Canada	3.74	3.71	-1.12	46.84	3.98	28.94
2006	Canada	3.92	3.92	-1.01	48.01	4.12	30.21
2007	Canada	3.62	4.12	-0.91	49.12	4.34	31.12
2008	Canada	1.92	3.78	-1.81	50.92	2.91	37.54
2009	Canada	1.12	3.41	-2.02	52.78	2.45	40.12
2010	Canada	2.12	3.74	-1.52	50.84	3.01	33.41
2011	Canada	2.41	4.02	-1.21	49.21	3.45	31.92
2012	Canada	2.73	4.15	-0.92	48.12	3.74	29.84

الملحق 1 : بيانات لمتغيرات الدراسة القياسية

الملحق 2 : اختبار الجذر الوحدة.(Unit Root Test)

Panel unit root test: Summary

Series: GDP_GROWTH_RATE_____

Date: 03/04/25 Time: 13:18

Sample: 2000 2012

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-5.39492	0.0000	10	110
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.70839	0.0001	10	110
ADF - Fisher Chi-square	48.4977	0.0004	10	110
PP - Fisher Chi-square	20.1977	0.4456	10	120

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

الملحق 3 : اختبار التكامل المشترك. Johansen Cointegration Test.

Johansen Fisher Panel Cointegration Test
 Series: GDP_GROWTH_RATE____ PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS____
 OF GDP FOREIGN BANK CLAIMS OF GDP
 FDI_INFLOWS____ OF GDP____
 Date: 03/04/25 Time: 12:33
 Sample: 2000 2012
 Included observations: 130
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Lags interval (in first differences): 1 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Fisher Stat.* (from trace test)	Prob.	Fisher Stat.* (from max-eigen test)	Prob.
None	98.29	0.0000	87.04	0.0000
At most 1	291.6	0.0000	260.6	0.0000
At most 2	138.1	0.0000	117.4	0.0000
At most 3	61.73	0.0000	61.73	0.0000

* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.

Individual cross section results

Cross Section	Trace Test Statistics	Prob.**	Max-Eigen Test Statistics	Prob.**
Hypothesis of no cointegration				
USA	NA	1.0000	NA	1.0000
UK	NA	1.0000	NA	1.0000
Germany	NA	1.0000	NA	1.0000
France	NA	1.0000	NA	1.0000
China	777.8581	0.0000	375.8904	0.0000
India	785.0696	0.0000	392.0201	0.0000
Brazil	NA	1.0000	NA	1.0000
Russia	NA	1.0000	NA	1.0000
Japan	NA	1.0000	NA	1.0000
Canada	NA	1.0000	NA	1.0000
Hypothesis of at most 1 cointegration relationship				
USA	NA	1.0000	NA	1.0000
UK	376.9354	0.0000	341.3999	0.0000
Germany	401.8680	0.0000	378.7764	0.0000
France	NA	1.0000	NA	1.0000
China	401.9677	0.0000	372.9395	0.0000
India	393.0495	0.0000	357.3714	0.0000
Brazil	408.6214	0.0000	392.0201	0.0000
Russia	357.6537	0.0000	341.3999	0.0000
Japan	375.6704	0.0000	361.7532	0.0000
Canada	395.2076	0.0000	356.6124	0.0000
Hypothesis of at most 2 cointegration relationship				
USA	22.4087	0.0039	21.6057	0.0029
UK	35.5355	0.0000	29.4349	0.0001
Germany	23.0916	0.0030	16.9177	0.0186
France	25.0067	0.0014	13.5819	0.0639
China	29.0282	0.0003	21.9157	0.0026
India	35.6782	0.0000	30.1147	0.0001
Brazil	16.6014	0.0339	15.2234	0.0352
Russia	16.2537	0.0384	15.3302	0.0338
Japan	13.9172	0.0852	11.5256	0.1298
Canada	38.5952	0.0000	38.3306	0.0000
Hypothesis of at most 3 cointegration relationship				
USA	0.8030	0.3702	0.8030	0.3702
UK	6.1006	0.0135	6.1006	0.0135
Germany	6.1739	0.0130	6.1739	0.0130
France	11.4248	0.0007	11.4248	0.0007
China	7.1125	0.0077	7.1125	0.0077
India	5.5635	0.0183	5.5635	0.0183
Brazil	1.3780	0.2404	1.3780	0.2404
Russia	0.9235	0.3366	0.9235	0.3366
Japan	2.3916	0.1220	2.3916	0.1220
Canada	0.2645	0.6070	0.2645	0.6070

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

الملحق 4 : اختيار عدد التأخيرات المثلى (VAR Lag Order Selection)

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GDP GROWTH_RATE FOREIGN BANK CLAIMS ...

Exogenous variables: C

Date: 03/04/25 Time: 12:46

Sample: 2000 2012

Included observations: 90

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-906.2521	NA	25.66204	20.27227	20.43892	20.33947
1	-382.5360	965.9654	0.000505	9.434133	10.60071*	9.904566
2	-309.5297	124.9218	0.000224	8.611772	10.77827	9.485433
3	-221.9415	138.1947	7.31e-05	7.465367	10.63179	8.742256
4	-148.1858	106.5361*	3.33e-05*	6.626351*	10.79270	8.306468*

* indicates lag order selected by the criterion

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

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

الملحق 5 : استخراج نموذج التكامل المشترك VECM

Vector Error Correction Estimates							
Date: 03/04/25 Time: 12:49							
Sample (adjusted): 2005 2012							
Included observations: 80 after adjustments							
Standard errors in () & t-statistics in []							
Cointegrating Eq: CointEq1							
GDP GROWTH RATE	1.000000						
FOREIGN BANK CLAI...	-0.029548 (0.045322) [-0.65350]						
FDI INFLOWS OF...	0.796477 (0.331313) [2.40400]						
INTEREST RATE (-1)	0.393161 (0.21059) [1.86691]						
PORTFOLIO INVESTM...	-12.59990 (1.75454) [-7.18131]						
STOCK MARKET VOL...	-0.765241 (0.12080) [-6.33498]						
C	2.419091						
Error Correction:	D(GDP GR...	D(FOREIGN...	D(FDI INFL...	D(INTERES...	D(PORTFOL...	D(STOCK ...	
CointEq1	0.406457 (0.06947) [5.85115]	-0.135622 (0.10457) [-1.29592]	0.055411 (0.02204) [2.51458]	0.284630 (0.08086) [3.52023]	0.133283 (0.03142) [4.24211]	-0.814484 (0.30198) [-2.69716]	
D(GDP GROWTH RAT...	-0.502616 (0.23940) [-2.10029]	0.230123 (0.36039) [0.63854]	0.080994 (0.07594) [1.06653]	-0.223367 (0.27865) [-0.80159]	0.031892 (0.10828) [0.29453]	0.970312 (1.04072) [0.93626]	
D(GDP GROWTH RAT...	-0.410694 (0.23508) [-1.74700]	0.010534 (0.35389) [0.02977]	0.071315 (0.07457) [0.95632]	-0.017873 (0.27363) [-0.06532]	-0.025956 (0.10633) [-0.24412]	-0.601008 (1.02194) [-0.58810]	
D(GDP GROWTH RAT...	-0.771418 (0.24598) [-3.13610]	0.457164 (0.37029) [1.23461]	-0.050714 (0.07803) [-0.64994]	-0.591883 (0.28631) [-2.06728]	-0.047658 (0.11125) [-0.42837]	2.058843 (1.04931) [1.92540]	
D(GDP GROWTH RAT...	-0.616360 (0.28143) [-2.19010]	0.235681 (0.42366) [0.55630]	-0.119925 (0.08927) [-1.34334]	-0.120976 (0.32757) [-0.36931]	-0.017673 (0.12729) [-0.13884]	0.278688 (1.22341) [0.22780]	
D(FOREIGN BANK CL...	-0.207473 (0.13710) [-1.51369]	0.120058 (0.20632) [0.58187]	-0.027970 (0.04348) [-0.64329]	-0.202843 (0.19954) [-1.27145]	-0.063985 (0.06199) [-1.03213]	0.168803 (0.59584) [0.28330]	
D(FOREIGN BANK CL...	0.036719 (0.09942) [0.36932]	-0.079906 (0.14967) [-0.53388]	0.019930 (0.03154) [0.63191]	-0.144395 (0.11573) [-1.24774]	-0.030209 (0.04497) [-0.67177]	0.579677 (0.43221) [1.34119]	
D(FOREIGN BANK CL...	-0.216736 (0.10444) [-2.07520]	0.250048 (0.15722) [1.59042]	0.027212 (0.03313) [0.82138]	-0.150803 (0.12156) [-1.24052]	-0.039913 (0.04724) [-0.84849]	0.106499 (0.45402) [0.23457]	
D(FOREIGN BANK CL...	0.388769 (0.09328) [4.16786]	-0.386137 (0.14042) [-2.74993]	0.072846 (0.02959) [2.46192]	0.494541 (0.10857) [4.55500]	0.096802 (0.04219) [2.29450]	1.391398 (0.40549) [3.43139]	
D(FDI INFLOWS O...	0.598654 (0.46722) [1.28130]	-0.788997 (0.70334) [-1.12306]	0.265458 (0.14821) [1.79108]	1.126555 (0.54383) [2.07155]	0.329600 (0.21132) [1.55971]	-3.603828 (2.03108) [-1.77434]	
D(FDI INFLOWS O...	0.602182 (0.42670) [1.41120]	0.747319 (0.84234) [0.73998]	-0.189921 (0.13538) [-1.38096]	-0.284912 (0.49666) [-1.19783]	-0.262093 (0.19299) [-1.36115]	1.138094 (1.85492) [0.64364]	
D(FDI INFLOWS O...	-0.218272 (0.46405) [-0.47037]	-0.211594 (0.89856) [-0.30290]	-0.259585 (0.14720) [-1.76346]	0.540685 (0.54013) [1.00103]	-0.067861 (0.20988) [-0.32333]	-0.785647 (2.01727) [-0.38946]	
D(FDI INFLOWS O...	-0.573493 (0.49440) [-1.15054]	2.234243 (0.75030) [2.97757]	-0.335427 (0.15812) [-2.12137]	-1.424075 (0.58108) [-2.45454]	-0.430713 (0.22545) [-1.91048]	7.578512 (2.16665) [3.49748]	
D(INTEREST RATE ...	0.098325 (0.22958) [0.42828]	-0.330531 (0.34561) [-0.95638]	-0.014416 (0.07283) [-0.19794]	0.189420 (0.26722) [0.70884]	-0.075235 (0.10384) [-0.72454]	-0.960060 (0.99803) [-0.96196]	
D(INTEREST RATE ...	-1.087210 (0.20980) [-5.20987]	0.630031 (0.11414) [5.20955]	-0.240362 (0.06520) [-3.63099]	-0.814053 (0.24290) [-3.35143]	-0.275740 (0.09439) [-2.92142]	4.210199 (0.90717) [4.64102]	
D(INTEREST RATE ...	0.022801 (0.26917) [0.08471]	-0.048060 (0.40520) [-0.11861]	0.066003 (0.08538) [0.77301]	-0.084334 (0.31330) [-0.26918]	-0.017330 (0.12174) [-0.14235]	0.243620 (1.17011) [0.20820]	
D(INTEREST RATE ...	-0.085017 (0.25578) [-0.33239]	0.109028 (0.38504) [0.28316]	-0.048952 (0.08114) [-0.60333]	0.060841 (0.29771) [0.20436]	-0.036458 (0.11569) [-0.31514]	0.407078 (1.11190) [0.36611]	
D(PORTFOLIO INVES...	2.339002 (0.92727) [2.52245]	0.298004 (1.39588) [0.21263]	0.388723 (0.29414) [1.32154]	0.452144 (0.17930) [2.51149]	0.340950 (0.41940) [0.81295]	-0.130963 (0.403097) [-0.03249]	
D(PORTFOLIO INVES...	1.386069 (0.72678) [1.90731]	2.908951 (1.09407) [2.65882]	-0.364983 (0.23055) [-1.58312]	0.202851 (0.84594) [0.23879]	-0.449267 (0.32972) [-1.36672]	3.817149 (3.15942) [1.00707]	
D(PORTFOLIO INVES...	2.616851 (0.83750) [3.12462]	0.137449 (1.35074) [0.10902]	0.532101 (0.26567) [2.00289]	1.830277 (0.87481) [2.08071]	0.393213 (0.37879) [1.03807]	-4.012288 (3.44070) [-1.10207]	
D(PORTFOLIO INVES...	0.892316 (0.69689) [1.28043]	1.043343 (1.04907) [0.99454]	-0.051013 (0.22106) [-0.23076]	0.530786 (0.81114) [0.65437]	-0.171128 (0.31520) [-0.54292]	1.958642 (0.02946) [0.64953]	
D(STOCK MARKET V...	0.185001 (0.09007) [2.05396]	-0.071845 (0.13550) [-0.52988]	0.046108 (0.02857) [1.61375]	0.128849 (0.10484) [1.22903]	0.078459 (0.04074) [1.92584]	-0.415938 (0.39155) [-1.06229]	
D(STOCK MARKET V...	0.177067 (0.08457) [2.09362]	0.102647 (0.12732) [0.80625]	0.000749 (0.02683) [0.02793]	0.070026 (0.09844) [0.71136]	0.004049 (0.03825) [0.10586]	-0.579144 (0.36766) [-1.57524]	
D(STOCK MARKET V...	0.106574 (0.09953) [1.10404]	-0.029412 (0.14531) [-0.20240]	0.022111 (0.03062) [0.72209]	0.025851 (0.11236) [0.23008]	0.040217 (0.04366) [0.92113]	-0.027960 (0.41196) [-0.06663]	
D(STOCK MARKET V...	0.162762 (0.08798) [1.84993]	0.083220 (0.13245) [0.62833]	-0.052326 (0.02791) [-1.90709]	0.020952 (0.10241) [0.20460]	0.023998 (0.03979) [0.60055]	-0.350868 (0.38247) [-0.91736]	
C	-1.284692 (0.40110) [-3.20246]	0.662254 (0.60389) [1.09665]	-0.038923 (0.12725) [-0.30587]	-0.520621 (0.46693) [-1.11489]	-0.241666 (0.18144) [-1.33193]	3.738803 (1.74388) [2.14395]	
R-squared	0.915114						
Adj. R-squared	0.875815						
Sum sq. resid	16.50392						
S.E. equation	0.832221						
F-statistic	23.28589						
Log likelihood	-50.37792						
Akaike AIC	-30.90448						
Schwarz SC	-26.83607						
Mean dependent	-0.042000						
S.D. dependent	1.568780						
Determinant resid covariance (dof adj.)	5.08E-06						
Determinant resid covariance	4.79E-07						
Log likelihood	-98.98618						
Akaike information criterion	-6.524655						
Schwarz criterion	-11.34528						
Number of coefficients	162						

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

ملحق 6 : اختبار الارتباط الذاتي للبواقي LM test

VEC Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 03/04/25 Time: 12:50

Sample: 2000 2012

Included observations: 80

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	48.57048	36	0.0787	1.395382	(36, 191.6)	0.0806
2	62.13387	36	0.0044	1.846686	(36, 191.6)	0.0046
3	32.31302	36	0.6447	0.891717	(36, 191.6)	0.6481
4	43.18034	36	0.1913	1.224024	(36, 191.6)	0.1946
5	27.04257	36	0.8595	0.736683	(36, 191.6)	0.8613
6	36.41721	36	0.4492	1.015187	(36, 191.6)	0.4533
7	25.01081	36	0.9156	0.677956	(36, 191.6)	0.9168
8	34.88017	36	0.5217	0.968662	(36, 191.6)	0.5257
9	29.31220	36	0.7773	0.802966	(36, 191.6)	0.7799
10	28.02522	36	0.8263	0.765292	(36, 191.6)	0.8284
11	29.14316	36	0.7841	0.798005	(36, 191.6)	0.7866
12	35.29784	36	0.5018	0.981271	(36, 191.6)	0.5058

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	48.57048	36	0.0787	1.395382	(36, 191.6)	0.0806
2	104.5407	72	0.0074	1.553360	(72, 207.1)	0.0087
3	140.1657	108	0.0203	1.373936	(108, 184.8)	0.0295
4	170.9649	144	0.0620	1.216966	(144, 154.0)	0.1155
5	217.7140	180	0.0288	1.222991	(180, 120.4)	0.1176
6	290.5462	216	0.0005	1.395254	(216, 85.7)	0.0384
7	331.2659	252	0.0006	1.122540	(252, 50.5)	0.3179
8	627.7934	288	0.0000	2.709846	(288, 14.9)	0.0145
9	7760.240	324	0.0000	NA	(324, NA)	NA
10	NA	360	NA	NA	(360, NA)	NA
11	NA	396	NA	NA	(396, NA)	NA
12	NA	432	NA	NA	(432, NA)	NA

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

الملحق 7 : اختبار عدم تجانس التباين WHITE TEST

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)

Date: 03/04/25 Time: 12:55

Sample: 2000 2012

Included observations: 80

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
1054.659	1050	0.4538

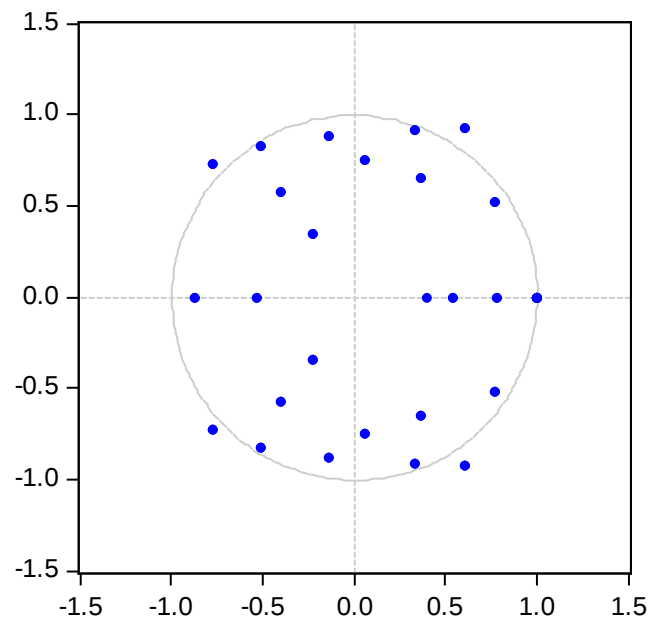
Individual components:

Dependent	R-squared	F(50,29)	Prob.	Chi-sq(50)	Prob.
res1*res1	0.702626	1.370403	0.1829	56.21005	0.2536
res2*res2	0.788210	2.158556	0.0143	63.05677	0.1017
res3*res3	0.684909	1.260739	0.2546	54.79273	0.2977
res4*res4	0.718628	1.481327	0.1293	57.49023	0.2175
res5*res5	0.676130	1.210840	0.2942	54.09037	0.3211
res6*res6	0.686115	1.267808	0.2493	54.88917	0.2946
res2*res1	0.753979	1.777519	0.0496	60.31829	0.1506
res3*res1	0.542839	0.688699	0.8785	43.42710	0.7327
res3*res2	0.745446	1.698496	0.0642	59.63569	0.1651
res4*res1	0.656440	1.108208	0.3904	52.51523	0.3768
res4*res2	0.810933	2.487691	0.0051	64.87462	0.0769
res4*res3	0.531989	0.659286	0.9036	42.55909	0.7633
res5*res1	0.628709	0.982117	0.5334	50.29673	0.4616
res5*res2	0.791749	2.205096	0.0124	63.33989	0.0974
res5*res3	0.677265	1.217138	0.2889	54.18117	0.3180
res5*res4	0.662066	1.136309	0.3621	52.96524	0.3604
res6*res1	0.641590	1.038260	0.4667	51.32723	0.4215
res6*res2	0.753836	1.776150	0.0498	60.30685	0.1508
res6*res3	0.624548	0.964805	0.5546	49.96384	0.4748
res6*res4	0.701597	1.363681	0.1867	56.12777	0.2561
res6*res5	0.644349	1.050812	0.4525	51.54791	0.4130

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS

الملحق 8 : اختبار مقلوب الجذور الأحادية لصلاحية النموذج AR

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات EVIEWS 12

الملحق 9 : تحليل التباين لمدة 10 سنوات

Variance Decomposition of GDP GROWTH RATE : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	0.552836	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.841676	82.78958	0.855637	0.007189	1.657520	12.75747	1.932600
3	1.083757	52.97651	3.612660	0.039911	1.893646	36.25679	5.220486
4	1.116131	51.56513	3.950411	0.048007	3.127164	34.94293	6.366358
5	1.265159	52.64352	9.253089	1.265725	3.073898	28.27171	5.492059
6	1.385040	47.97303	16.00581	4.470819	2.585191	23.61225	5.352906
7	1.703994	54.52012	11.51377	3.108183	8.484385	15.74160	6.631931
8	1.925261	55.77349	9.042892	2.913170	7.945269	19.09933	5.225845
9	2.162077	45.81591	7.185725	2.478094	8.330969	30.24931	5.939990
10	2.264702	43.44903	6.896916	5.911472	8.203031	29.60242	5.937133
Variance Decomposition of FOREIGN BANK CLAIMS OF GDP : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	0.832221	51.84989	48.15011	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.197971	45.67237	49.28165	0.069000	0.940353	3.975368	0.061259
3	1.447215	31.66391	41.00615	2.740050	0.647988	21.89623	2.045674
4	1.581650	26.79863	47.34065	3.423907	0.971609	19.27663	2.188581
5	1.690544	24.71036	47.57096	3.655319	0.878311	20.13436	3.050691
6	1.848465	20.91282	47.09131	7.283478	0.795202	21.34656	2.570635
7	2.259261	26.36773	45.95460	5.579789	2.647056	17.72896	1.721862
8	2.535257	30.38886	45.55597	5.505354	2.109840	14.19065	2.249332
9	2.761310	28.75406	47.78904	5.403691	2.884257	13.03929	2.129670
10	2.865805	26.79894	49.06780	5.028532	3.719976	12.20468	3.180066
Variance Decomposition of FDI INFLOWS OF GDP : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	0.175368	18.01444	1.077492	80.90807	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.287403	26.30088	1.210815	70.45764	0.069770	1.946568	0.014323
3	0.368557	16.27994	6.929197	50.12411	3.488493	21.73533	1.442929
4	0.405014	15.98413	11.60477	45.78168	3.474917	20.23207	2.922436
5	0.451701	15.09590	15.60210	45.78554	2.957212	17.50725	3.051994
6	0.487070	15.67990	19.14176	42.95089	2.544409	15.47358	4.209454
7	0.507748	14.42904	19.97025	42.66249	2.403102	14.26716	6.267961
8	0.538984	17.76323	19.29693	42.07494	2.132711	13.11433	5.617847
9	0.581735	17.06650	18.26906	40.30518	3.102155	16.15567	5.101428
10	0.624414	15.13806	18.12521	40.42284	3.621879	17.13881	5.553199
Variance Decomposition of INTEREST RATE : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	0.643476	53.59916	9.543750	1.127743	35.72934	0.000000	0.000000
2	1.017773	40.36113	8.845025	1.517415	36.20555	12.41240	0.658477
3	1.266894	27.33775	7.947947	1.214539	32.54163	27.98845	2.969686
4	1.391687	23.54685	9.798179	1.757033	34.25545	26.33354	4.308936
5	1.461940	21.39883	8.881082	2.410608	39.19563	23.89213	4.221714
6	1.587032	18.53652	7.584426	3.357642	41.62552	21.30549	7.590398
7	1.805939	17.33372	6.833534	3.166963	47.60528	16.45942	8.601082
8	1.938003	20.67607	6.555431	2.817120	47.35863	14.92321	7.669538
9	2.057884	23.26862	7.183019	2.598682	44.08110	15.33827	7.530309
10	2.116577	22.06864	6.904676	3.139503	43.19984	17.13926	7.548078
Variance Decomposition of PORTFOLIO INVESTMENT INFLOWS OF GDP : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	0.250043	59.48039	5.544972	8.873036	1.078501	25.02311	0.000000
2	0.292015	64.73598	4.625022	9.620579	0.797416	19.66121	0.559800
3	0.354712	45.21399	3.165555	9.486623	0.685029	32.13572	9.313075
4	0.365503	44.91807	3.137825	8.939115	0.817266	30.33426	11.85347
5	0.393708	45.22049	5.561653	7.704352	1.131767	29.36883	11.01291
6	0.408066	42.61379	5.520890	7.489934	1.055495	31.42626	11.89363
7	0.471658	47.09948	4.900629	5.752796	5.830208	25.99168	10.42521
8	0.521964	51.25793	4.344630	4.837921	4.978472	26.00584	8.575209
9	0.561854	47.48334	4.629463	4.626624	4.693526	29.58622	8.980825
10	0.582038	46.00042	4.599530	6.665063	5.229994	28.67264	8.832361
Variance Decomposition of STOCK MARKET VOLATILITY VIX : Period S.E. GDP GR... FOREIGN... FDI INFL... INTEREST... PORTFOLI... STOCK M...							
1	2.403249	65.51373	7.047019	2.860673	7.208915	2.447158	14.92250
2	3.335556	51.60351	5.578164	3.682242	12.88182	7.216070	19.03819
3	4.154225	41.29117	4.388627	3.455058	8.991212	22.95750	18.91643
4	4.366110	40.40269	3.977255	3.173213	8.896919	23.68648	19.86344
5	4.994197	38.88417	6.921558	2.451713	7.145635	29.25147	15.34545
6	5.401774	34.76103	7.542057	8.547104	6.120423	28.66284	14.36655
7	6.489591	42.12619	8.408007	5.926880	8.059207	24.32133	11.15840
8	7.010323	47.91968	7.947194	5.391295	6.912118	21.98330	9.846411
9	7.515949	42.79315	7.687782	4.775820	9.358015	26.14232	9.242912
10	7.763923	42.95964	7.271500	6.696723	9.625425	24.68155	8.765158

CholeskyOne S.D. (d.f. adjusted)
Cholesky ordering: GDP GROWTH RATE FOREIGN BANK CLAIMS OF GDP FDI INFLOWS
OF GDP INTEREST RATE PORTFOLIO INVESTMENT INFLOWS OF GDP
STOCK MARKET VOLATILITY VIX

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EViews

الملحق 10 : اثر الصدمات ودوال الاستجابة الدفعية

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests

Date: 03/04/25 Time: 13:32

Sample: 2000 2012

Lags: 1

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_ does not homogeneously cause GDP_GROWTH_RATE__	0.20865	-1.48089	0.1386
GDP_GROWTH_RATE__ does not homogeneously cause FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_	1.85866	0.78776	0.4308
FDI_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause GDP_GROWTH_RATE__	0.26879	-1.39820	0.1621
GDP_GROWTH_RATE__ does not homogeneously cause FDI_INFLOWS__OF_GDP_	0.45646	-1.14017	0.2542
INTEREST_RATE__ does not homogeneously cause GDP_GROWTH_RATE__	0.73080	-0.76297	0.4455
GDP_GROWTH_RATE__ does not homogeneously cause INTEREST_RATE__	1.38191	0.13227	0.8948
PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause GDP_GROWTH_RATE__	0.22705	-1.45558	0.1455
GDP_GROWTH_RATE__ does not homogeneously cause PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_	0.69956	-0.80593	0.4203
STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__ does not homogeneously cause GDP_GROWTH_RATE__	2.77784	2.05156	0.0402
GDP_GROWTH_RATE__ does not homogeneously cause STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__	6.39615	7.02650	2.E-12
FDI_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_	3.19738	2.62840	0.0086
FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_ does not homogeneously cause FDI_INFLOWS__OF_GDP_	0.28630	-1.37412	0.1694
INTEREST_RATE__ does not homogeneously cause FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_	2.37442	1.49689	0.1344
FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_ does not homogeneously cause INTEREST_RATE__	0.87134	-0.56974	0.5689
PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_	1.57304	0.39505	0.6928
FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_ does not homogeneously cause PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_	0.46501	-1.12841	0.2591
STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__ does not homogeneously cause FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_	2.03838	1.03486	0.3007
FOREIGN_BANK_CLAIMS__OF_GDP_ does not homogeneously cause STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__	1.71171	0.58572	0.5581
INTEREST_RATE__ does not homogeneously cause FDI_INFLOWS__OF_GDP_	0.26905	-1.39784	0.1622
FDI_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause INTEREST_RATE__	1.55115	0.36496	0.7151
PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause FDI_INFLOWS__OF_GDP_	0.40951	-1.20472	0.2283
FDI_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_	0.48191	-1.10518	0.2691
STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__ does not homogeneously cause FDI_INFLOWS__OF_GDP_	1.49782	0.29163	0.7706
FDI_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__	3.80101	3.45835	0.0005
PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause INTEREST_RATE__	0.95758	-0.45116	0.6519
INTEREST_RATE__ does not homogeneously cause PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_	0.79402	-0.67604	0.4990
STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__ does not homogeneously cause INTEREST_RATE__	1.43422	0.20418	0.8382
INTEREST_RATE__ does not homogeneously cause STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__	5.59333	5.92266	3.E-09
STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__ does not homogeneously cause PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_	3.77508	3.42270	0.0006
PORTFOLIO_INVESTMENT_INFLOWS__OF_GDP_ does not homogeneously cause STOCK_MARKET_VOLATILITY_VIX__	4.46221	4.36746	1.E-05

المصدر : من إعداد الطالب من مخرجات 12 EVIEWS