

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: تحليل اقتصادي

أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية إلى دول شمال إفريقيا
- حالة الجزائر ومصر -

تحت إشراف:
أ.د. راتول محمد

من إعداد الطالب:
ناصر محمد

لجنة المناقشة

أ.د. كتوش عاشور..... رئيسا
أ.د. راتول محمد..... مقرر
أ.د. البشير عبد الكريم..... ممتحنا
أ.د. زيدان محمد..... ممتحنا
د. طيبة عبد العزيز..... ممتحنا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
بَدَأَ خَلْقَ الْإِنسَانِ مِنْ
تَلْحَمِ اللَّهُ

□ شكر و تقدير شكر و تقدير

قال الله عزوجل في محكم تنزيله: **"وَإِذْ تَأْتِيَنَّكُمْ رِزْقُكُمْ لَمِنْ هَكَذَا مِنْكُمْ لَا يُبَدِّلْكُمْ"** .

وقال النبي صلى الله عليه وسلم: **" من لم يشكر الناس لم يشكر الله"**.

بفضل الله و عونہ و بعد جهد و مثابرة تم إنجاز هذا العمل المتواضع الذي أسأل الله عزوجل أن يجعله خالصاً لوجهه الكريم .

وهي هذا الصدد لا يسعني إلا أن أحمد الله عزوجل وأشكره كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه على توفيقه لنا في إتمام هذا العمل المتواضع وتقديمه في شكله النهائي القابل للمناقشة.

كما أحمد الله عزوجل وأشكره على تسخيره لنا عباده المخلصين الذين كان لهم الفضل في إنهاء هذا العمل من خلال توجيهاتهم ونصائحهم القيمة راجيا من المولى عزوجل أن يكرمهم في الدنيا والآخرة، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور **رائد محمد الذي** رافقني بتوجيهاته ونصائحه القيمة لإنجاز هذا العمل ودعمه المعنوي لنا. فشكرا وألف شكر إلى الأستاذ الدكتور **رائد محمد**.

كما أتقدم بالشكر إلى كافة الأساتذة الذين أفادونا بنصائحهم وتوجيهاتهم القيمة.

وشكر خاص لأعضاء لجنة مناقشة هذا العمل كل واحد باسمه.

شكرا خاص إلى أخي في الله الأستاذ **بودري هريفة**.

كما لا يفوتني تقديم مثل هذا الشكر لعمال مكتبة الجامعة على مساعدتهم لنا وتزويدهم لنا باحتياجاتنا من الكتب.

إلى كل هؤلاء وإلى كل من لم أذكرهم بأسمائهم أتقدم بالشكر الجزيل.

□ محمد ناصف

إهداء

إلى الذي كان سنداً لي في السراء و الضراء و ضعى بكل ما يملك من أجل أن يراىني في أعلى المراتب...

إلى الذي شجعني على إتمام دراستي...

إلى الوالد العزيز حفظه الله في الدنيا والآخرة.

إلى التي سمرت الليالي من اجلي و كانت لي سنداً بدعواتها وتشجيعاتها...

إلى الوالدة العزيزة حفظها الله في الدنيا والآخرة.

إلى إخوتي وكل أفراد عائلتي.

إلى كل أساتذتي.

إلى كل من ساعدني في إتمام هذا العمل.

إلى زملائي طلبة الماجستير وبالأخص الزميلة بن خدة صالح رحمها الله وأدخلها فسيح جنانه.

إلى كافة الأصدقاء و الأحباب.

أهدي هذا العمل المتواضع.



محمد ناصف



قائمة الجداول والأشكال
قائمة الجداول والأشكال

فهرس الجداول والأشكال

رقم الصفحة	عناوين الجداول والأشكال	الرقم
الجدول		
78	توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب القطاعات للفترة جويلية/ديسمبر 2012	1-2
81	توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب دول العالم للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)	2-2
87	إجمالي عدد المستثمرين المسجلين في البورصة المصرية خلال الفترة 2012-2011	3-2
106	توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر حسب القطاعات للفترة 2012-2002	4-2
109	توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر حسب الأقاليم للفترة 2012-2002	5-2
143	نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري عند مستوى معنوية 5%	1-3
143	نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري	2-3
151	نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري عند مستوى معنوية 5%	3-3
152	نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري	4-3
157	نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري عند مستوى معنوية 5%	5-3
158	نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري	6-3
الأشكال		
13	تغيرات سعر الفائدة وأثرها على سعر الصرف	1-1
14	تغيرات سعر الفائدة وأثرها على معدل التضخم	2-1
16	أثر التغير في المعروض النقدي على سعر الفائدة	3-1
17	منحى يوضح العلاقة العكسية بين معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي	4-1
77	تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال الفترة 1990-2012 (الوحدة: مليون دولار)	1-2
79	تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب القطاعات للفترة	2-2

	جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)	
80	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر من حيث الغرض للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)	3-2
82	حصة الدول من حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)	4-2
86	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر للفترة 2002-2012	5-2
88	نسبة القيمة المتداولة للمصريين مقارنة بالأجانب خلال عام	6-2
88	تعاملات العرب والأجانب في البورصة المصرية خلال عام 2012	7-2
89	التوزيع الجغرافي للاستثمار المحفظي الأجنبي في مصر خلال عام 2012	8-2
90	تعاملات الأجانب في سوق رأس المال المصري حسب الدول خلال عام 2012	9-2
103	تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة 1990-2012 (الوحدة: مليون دولار)	10-2
107	تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر حسب القطاعات للفترة 2002-2012 (مليون دج)	11-2
108	توزيع عدد المشاريع الأجنبية في الجزائر حسب القطاعات للفترة 2002-2012	12-2
110	حجم مساهمة الأقاليم في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر خلال الفترة 2002-2012 (مليون دينار)	13-2
114	تطور سعر الفائدة الدائن في مصر خلال الفترة 1990-2012	14-2
117	تطور معدل التضخم للاقتصاد المصري خلال الفترة 1990-2012	15-2
119	تطور سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة 1990-2012	16-2
121	تطور سعر الفائدة الدائن في الجزائر خلال الفترة 1990-2012	17-2
122	تطور كل من سعر الفائدة الدائن ومعدل التضخم خلال الفترة 1990-2012	18-2
123	تطور معدل التضخم للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2012	19-2
124	تطور سعر صرف الدينار الجزائري خلال الفترة 1990-2012	20-2



فهرس المحتويات
فهرس المحتويات

المحتويات	
الصفحة	الموضوع
	كلمة شكر
	الإهداء
II-I	قائمة الجداول والأشكال
III-III	فهرس المحتويات
أ-ج	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لسعر الفائدة والتدفقات المالية الدولية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار النظري لسعر الفائدة
03	المطلب الأول: عموميات حول سعر الفائدة
03	أولاً: مفهوم سعر الفائدة
06	ثانياً: هيكل سعر الفائدة
10	المطلب الثاني: أهمية سعر الفائدة
15	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة
15	أولاً: العوامل الاقتصادية
19	ثانياً: العوامل غير الاقتصادية
20	المبحث الثاني: الإطار النظري للتدفقات المالية الدولية
20	المطلب الأول: مفهوم التدفقات المالية الدولية
21	أولاً: معنى التدفقات المالية الدولية
23	ثانياً: دوافع تدفقات الأموال الدولية
27	ثالثاً: إيجابيات وسلبيات التدفقات المالية الدولية
31	المطلب الثاني: أنواع وأهمية التدفقات المالية الدولية
31	أولاً: أنواع التدفقات المالية الدولية
36	ثانياً: أهمية التدفقات المالية الدولية
37	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في التدفقات المالية الدولية

37	أولاً: العوامل الاقتصادية
43	ثانياً: العوامل غير الاقتصادية
45	المبحث الثالث: محددات الاستثمار الأجنبي وعلاقته بسعر الفائدة النقدي
45	المطلب الأول: أهم محددات الاستثمار الأجنبي حسب النظريات والبحوث الاقتصادية
46	أولاً: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر
56	ثانياً: محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
58	المطلب الثاني: علاقة سعر الفائدة الدائن بالاستثمار المباشر
62	المطلب الثالث: علاقة سعر الفائدة الدائن بالاستثمار المحفظي
65	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: تحليل تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر	
67	تمهيد
68	المبحث الأول: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر
68	المطلب الأول: مناخ الاستثمار الاجنبي في الاقتصاد المصري
68	أولاً: محفزات الاستثمار الأجنبي في مصر
71	ثانياً: محطات لتحول الاقتصاد المصري
75	المطلب الثاني: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر
75	أولاً: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة 1990-2012
77	ثانياً: التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر
80	ثالثاً: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر حسب الأقاليم خلال الفترة جويلية/ديسمبر 2012
82	المطلب الثالث: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر
82	أولاً: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة 2002-2012
87	ثانياً: توزيع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر حسب الأقاليم خلال الفترة 2011-2012
90	المبحث الثاني: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى الجزائر
90	المطلب الأول: مناخ الاستثمار الاجنبي في الاقتصاد الجزائري

90	أولاً: مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر
97	ثانياً: محطات لتحول الاقتصاد الجزائري
101	المطلب الثاني: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر
102	أولاً: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر خلال الفترة 1990-2012
105	ثانياً: التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر
108	ثالثاً: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر حسب الأقاليم خلال الفترة 2002-2012
111	المبحث الثالث: تطور بعض المتغيرات النقدية في مصر والجزائر
111	المطلب الأول: تطور بعض المتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري خلال الفترة 1990-2012
111	أولاً: تطور سعر الفائدة الدائن
114	ثانياً: تطور معدل التضخم
117	ثالثاً: تطور سعر صرف الجنيه المصري
119	المطلب الثاني: تطور بعض المؤشرات النقدية في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2012
119	أولاً: تطور سعر الفائدة الدائن
122	ثانياً: تطور معدل التضخم
123	ثالثاً: تطور سعر صرف الدينار الجزائري
124	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر	
127	تمهيد
128	المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النماذج القياسية
128	المطلب الأول: توصيف النموذج
129	أولاً: تحديد متغيرات النموذج مع الإشارة إلى التوقعات النظرية
134	ثانياً: تحديد معادلة النموذج
137	المطلب الثاني: تقدير معالم النموذج
137	أولاً: جمع البيانات عن جميع المتغيرات الداخلة في النموذج
137	ثانياً: اختيار الطريقة المناسبة لتقدير معالم النموذج
138	المطلب الثالث: تقييم تقديرات النموذج

140	المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر
141	المطلب الأول: تحليل وتقدير أثر سعر الفائدة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري
141	أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري
143	ثانياً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري
143	ثالثاً: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر
149	المطلب الثاني: تحليل وتقدير أثر سعر الفائدة على التدفق الوارد للاستثمار الأجنبي غير المباشر
149	أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري
151	ثانياً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري
152	ثالثاً: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر
154	المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر
154	المطلب الأول: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري
156	المطلب الثاني: تقدير أثر سعر الفائدة على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر
156	أولاً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري
157	ثانياً: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري
164	خلاصة الفصل
166	خاتمة
	قائمة المراجع
	الملاحق



مقدمة:

ارتبطت ظاهرة التمويل الخارجي ارتباطا وثيقا بالتنمية الاقتصادية، واحتلت موقع الصدارة ضمن قائمة الاهتمامات الدولية لاسيما في ظل التغيرات الاقتصادية الدولية المعاصرة وانعكاساتها على اقتصاديات البلدان النامية عموما، وباعتبار أن عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية تتطلب أموال تزيد عن ما يتم تحقيقه من موارد محلية، فإن هذا النقص في الموارد المحلية لا يمكن سده إلا من خلال تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى هذه الدول. ونظرا لأهمية التدفقات المالية الدولية في عملية التنمية الاقتصادية، أصبح يرى الكثير من الاقتصاديين أن تقدم ونمو أي اقتصاد يرتبط بنسبة كبيرة بمدى قدرة تلك التدفقات المالية في الوصول إليه، الأمر الذي دفعهم إلى دراسة ومعرفة العوامل التي تستقطب رؤوس الأموال الأجنبية إلى بلد دون الآخر والتي من بينها أسعار الفائدة.

وأسعار الفائدة باختلاف أنواعها تلعب دورا مهما في استقطاب رؤوس الأموال الدولية، فنجد أن سعر الفائدة المدين في السوق النقدي له أهمية كبيرة في استقطاب الودائع المحلية والأجنبية، حيث كلما ارتفع هذا المتغير دفع بأصحاب الفائض المالي سواء المقيمين أو الأجانب إلى إيداع أموالهم في السوق النقدي للحصول على عائد، وكذلك هو الأمر مع سعر الفائدة السائد في سوق رأس المال، حيث إذا ارتفع سعر الفائدة على الأصول المتداولة في سوق رأس المال، فإن أصحاب الفائض المالي سواء المحليين أو الأجانب سيستثمرون أموالهم بشرائهم هذه الأصول للحصول على عائد مستقبلي.

وقد اتجهت الكثير من الدول النامية والتي من بينها مصر والجزائر في نهاية ثمانينات وبداية تسعينات القرن الماضي إلى صياغة استراتيجيات تنميتها الاقتصادية بالتركيز على خلق بيئة مستقطبة لرؤوس الأموال الدولية، خاصة تلك التي تتخذ شكل استثمار أجنبي حقيقي (مباشر) واستثمار أجنبي محفظي (غير مباشر)، حيث قامت كلتا الدولتين بإجراء تعديلات على القوانين والتشريعات التي كانت بمثابة عائق أمام المستثمر الأجنبي، كما تم أيضا إجراء العديد من الإصلاحات الاقتصادية أهمها تلك المتعلقة بالسوق النقدي والتي تهدف إلى تسهيل إجراءات حصول المستثمرين الأجانب على قروض لتمويل استثماراتهم.

ونظرا لأن سعر الفائدة الدائن له دور أيضا في التأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه الحقيقي والمحفظي، ارتأينا إن نقوم بهذه الدراسة من أجل معرفة مدى توافق هذا الطرح النظري مع واقع الاقتصاد المصري والجزائري من خلال محاولتنا قياس تأثير هذا المتغير النقدي على تدفقات هذا النوع من رؤوس الأموال الدولية إلى هاتين الدولتين.

1. السؤال الرئيسي:

إن الإشكالية المتعلقة بموضوع هذه الدراسة والتي سنحاول الإجابة عنها تتمحور حول السؤال

التالي:

ما مدى تأثير التغيير في سعر الفائدة الدائن على التدفقات المالية إلى كل من مصر والجزائر؟
2. الأسئلة الفرعية:

الإجابة على إشكالية الموضوع تتطلب إعادة صياغة السؤال الرئيسي في شكل أسئلة فرعية يمكننا من الإجابة على إشكالية الموضوع. ويمكن تقسيم السؤال الرئيسي إلى أسئلة فرعية كما يلي:

- ✓ ما هي أنواع ومستويات أسعار الفائدة والتدفقات المالية الدولية؟
- ✓ ما هي أنواع التدفقات المالية الدولية التي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن؟
- ✓ ما هو سلوك التدفقات المالية الواردة إلى كل من مصر والجزائر في ظل تغيرات سعر الفائدة الدائن في كلا البلدين؟

3. الفرضيات:

وبغرض الإجابة على الأسئلة الفرعية وبالتالي الإجابة على السؤال الرئيسي، اعتمدنا على الفرضيات التالية:

- ✓ يوجد نوعين من التدفقات المالية الدولية التي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن هما الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وهما يرتبطان بعلاقة مباشرة وغير مباشرة على التوالي بسعر الفائدة الدائن.
- ✓ بافتراض أن هناك نوعين من التدفقات المالية الدولية التي تتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن، فيمكن أن يكون:

- الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر يتأثر سلبا بسعر الفائدة الدائن.
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر يتأثر إيجابا بسعر الفائدة الدائن.
- الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر يتأثر سلبا بسعر الفائدة الدائن.
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يتأثر بسعر الفائدة الدائن في الجزائر.

4. أهداف الدراسة:

يمكن إيجاز أهداف دراستنا في ما يلي:

- ✓ التعرف على النظريات الاقتصادية المفسرة والمحددة لسعر الفائدة، بالإضافة إلى علاقة هذا الأخير بالتدفقات المالية الدولية.
- ✓ التعرف على القطاعات المستقطبة للاستثمار الأجنبي في كل من مصر والجزائر، بالإضافة إلى الدول المستثمرة في هذين البلدين.
- ✓ اختبار مدى تأثير الاستثمار الأجنبي الوارد إلى كل من مصر والجزائر بالتغيير في سعر الفائدة الدائن.

5. أهمية الدراسة:

يمكن إيجاز أهمية هذه الدراسة في النقاط التالية:

✓ قد تكون هذه الدراسة مرجعا يعتمد عليه طلبة التدرج في إعداد أبحاثهم.

✓ قد تشكل هذه الدراسة نقطة انطلاق نحو دراسات أخرى مستقبلية.

✓ يمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة صانعي السياسات الاقتصادية في الجزائر على معرفة العوامل المؤثرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذا البلد، وبالتالي اتخاذ الإجراءات التي يرونها مناسبة.

6. حدود الدراسة:

✓ الحدود المكانية:

من أجل دراسة أثر سعر الفائدة الدائن على التدفقات المالية الدولية التي له علاقة بها اعتمادنا دولتين من دول شمال إفريقيا هما مصر والجزائر، ولم نعتمد على الجزائر وحدها نظرا لأن هذا البلد يستقطب نوع واحد فقط من التدفقات المالية الدولية التي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن هو الاستثمار الأجنبي المباشر، ولهذا السبب قمنا بإدراج دولة أخرى هي مصر لكون أن هذه الأخيرة تستقطب إضافة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر نوع آخر من التدفقات المالية الدولية التي تتأثر بسعر الفائدة الدائن هو الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وبإجراء الدراسة على هذين البلدين نكون على الأقل قد درسنا علاقة سعر الفائدة الدائن مع أكثر من نوع واحد من تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

✓ الحدود الزمنية:

سوف نركز في دراستنا هذه على فترة الإصلاحات لكلى البلدين، وهذا نظرا لأنه في هذه الإصلاحات كان من بين أهداف كلى البلدين هو تحسين المناخ المناسب لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، كما أن الإصلاحات أدت إلى تحرير سعر الفائدة في كلى البلدين. بالنسبة للجزائر ستكون فترة الدراسة محصورة بين 1990-2012، أما بالنسبة لمصر فبالرغم من أن الإصلاحات كانت في بداية السبعينات، إلا أن فترة الدراسة ستكون محصورة بين 1990-2012.

7. منهج الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة فرضياتها، وبالتالي الوصول إلى الأهداف المرجوة، سنعتمد في هذه الدراسة المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل، من خلال وصف المفاهيم النظرية لسعر الفائدة والتدفقات المالية الدولية وتحليل بعض الإحصائيات لمتغيرات الدراسة، كما سنستعمل أيضا المنهج الاستقرائي من خلال استخدام الأدوات القياسية لاختبار أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الوارد إلى كل من مصر والجزائر.

8. الدراسات السابقة:

هناك بعض الدراسات التي قام فيها الباحثون بمحاولة معرفة مدى تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الدول محل

الدراسة، وكان من بين هذه المتغيرات الاقتصادية سعر الفائدة الدائن، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسات على القياس الاقتصادي من أجل قياس هذا التأثير. ومن بين تلك الدراسات التي لها علاقة بموضوع بحثنا نذكر ما يلي:

✓ دراسة Chingarande Anna 2012:

« The impact of interest rates on foreign direct investment: A case A case study of the Zimbabwean economy »

هذه الدراسة عبارة عن ورقة بحثية منشورة في مجلة « International Journal of Management Sciences and Business Research »، حيث ركزت هذه الورقة البحثية على معرفة مدى تأثير سعر الفائدة الدائن على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها أن سعر الفائدة الدائن ليس له أي تأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلد محل الدراسة.

✓ دراسة Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru and Bener Gungor 2013:

« THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT AND MACROECONOMIC VARIABLES »

هذه الدراسة عبارة عن ورقة بحثية منشورة في مجلة « European Scientific Journal »، حيث تم في هذه الورقة البحثية محاولة تحديد المتغيرات الاقتصادية التي لها علاقة بتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى البلد محل الدراسة، ومن بين هذه المتغيرات سعر الفائدة المدين، وتم الخروج بعدة نتائج إحداها أن سعر الفائدة الدائن ليس له أي تأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى البلد محل الدراسة.

✓ دراسة حالوب كاظم معله وعلي سليمان مال الله 2009:

"قياس اثر سعر الفائدة في حركة التدفقات المالية الدولية، حالة اليابان 1985-2005"

هذه الدراسة عبارة عن ورقة بحثية منشورة في "مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية" بجامعة بغداد، حيث تم في هذه الورقة البحثية محاولة قياس أثر سعر الفائدة الدائن على تدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر إلى الاقتصاد الياباني، وتم الخروج بنتائج مفادها أن سعر الفائدة الدائن له تأثير سلبي على تدفقات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى اليابان، وأن هذا المتغير النقدي يفسر تدفق الاستثمار الأجنبي بنوعيه إلى اليابان.

9. أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع لعدة اعتبارات أهمها:

✓ يعتبر سعر الفائدة من الأدوات المستعملة في التحليل الاقتصادي، وطبيعة تخصصنا تملي علينا ضرورة معرفة دور مثل هذه المتغيرات النقدية في النشاط الاقتصادي.

✓ ميول الباحث إلى البحث في المواضيع المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية، كون أن هذه المتغيرات دائما محل نقاش لدى الباحثين.

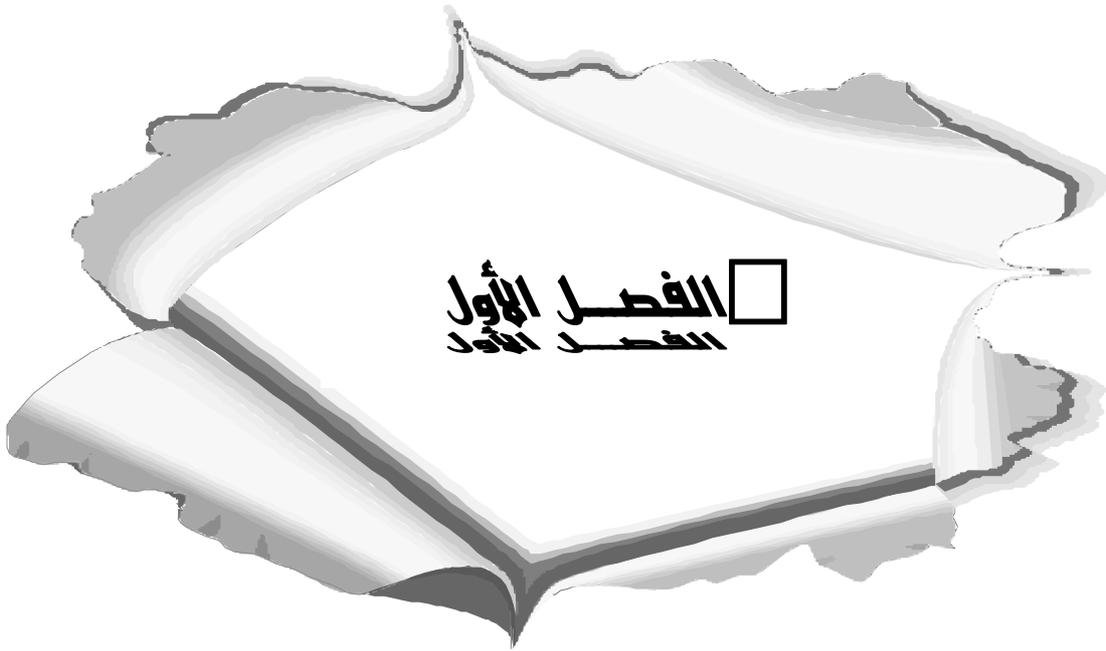
10. تقسيمات الدراسة:

قصد الإلمام بجوانب هذه الدراسة، قسمنا دراستنا إلى ثلاثة فصول كما يلي:

تطرقنا في الفصل الأول إلى الاطار النظري لسعر الفائدة والتدفقات المالية الدولية، حيث خصصنا المبحث الأول لإبراز بعض المفاهيم حول سعر الفائدة بالإضافة إلى أهمية سعر الفائدة في النشاط الاقتصادي، وبعد ذلك إبراز العوامل المؤثرة في مختلف أنواع سعر الفائدة. أما المبحث الثاني فقد تناول أهم المفاهيم المتعلقة بالتدفقات المالية الدولية وأهم أنواع هذه الأخيرة، ومن ثم العوامل المؤثرة فيها. بينما عالج المبحث الثالث محددات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر، بالإضافة إلى علاقة سعر الفائدة الدائن بهذين النوعين من التدفقات المالية الدولية.

والفصل الثاني تناول تحليل تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر والتي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن، حيث تم تخصيص المبحث الأول لإظهار بعض التطورات التي طرأت على الاقتصاد المصري فيما يخص مجال الاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي بنوعيه إلى الاقتصاد المصري. والمبحث الثاني تطرقنا فيه أيضا إلى التكلم عن أهم التطورات التي حدثت في الاقتصاد الجزائري والمتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، ومن ثم تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر. بينما المبحث الثالث قمنا فيه بتحليل تطور بعض المتغيرات النقدية المتعلقة بكل من الاقتصاد المصري والاقتصاد الجزائري.

الفصل الثالث والأخير تم فيه قياس أثر سعر الفائدة الدائن على تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر والجزائر، حيث قمنا في المبحث الأول بتحديد المتغيرات المحددة لتدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه، والتي بناء عليها يمكننا بناء نماذج اقتصادية للاستثمار الأجنبي الوارد إلى كل من مصر والجزائر. والمبحث الثاني إهتم بتقدير أثر سعر الفائدة الدائن على كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر الوارد إلى مصر. كما قمنا في المبحث الثالث أيضا بتقدير أثر سعر الفائدة الدائن على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر.



الاطار النظري لسعر الفائدة والتدفقات المالية الدولية

تمهيد:

إن المتغير الاقتصادي الذي يوفق ويربط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي في علاقات تمويلية سواء كانت محلية أو دولية هو سعر الفائدة، وهذا المتغير هو عبارة عن أداة تستعملها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي على المستوى المحلي، واستعمالها في إحداث التوازن الخارجي، بالإضافة إلى إمكانية استعمال هذه الأداة في التأثير على انتقال رؤوس الأموال إلى بلد دون آخر. ولمعرفة العلاقة بين سعر الفائدة والتدفقات المالية الدولية سنحاول في هذا الفصل توضيح ذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لسعر الفائدة.

المبحث الثاني: الإطار النظري للتدفقات المالية الدولية.

المبحث الثالث: محددات الاستثمار الأجنبي وعلاقته بسعر الفائدة النقدي.

المبحث الأول: الإطار النظري لسعر الفائدة.

يعتبر سعر الفائدة أحد أهم الأدوات التي تستخدمها السلطات النقدية في أي بلد لتحقيق أهدافها الاقتصادية، وقد تطور مفهوم ودور سعر الفائدة في النظرية الاقتصادية بشكل مترافق مع تطور النظم الاقتصادية، والمتغيرات الدولية المتعاقبة.

ونرى أن لسعر الفائدة حضوراً واضحاً في الأدبيات الاقتصادية من ناحية المفهوم، الأهمية، العوامل المؤثرة فيه والمحددة له والأسباب التي تؤدي إلى تنوعه، ولأجل الوصول إلى هذه الحقيقة تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب يهتم الأول بدراسة المفهوم ويتناول الثاني أهمية سعر الفائدة أما الثالث فيركز على العوامل المؤثرة فيه.

المطلب الأول: عموميات حول سعر الفائدة

سيتناول هذا المطلب فرعين أساسيين، يختص الأول بمناقشة مفهوم سعر الفائدة، ويتناول الفرع الثاني أنواع سعر الفائدة.

أولاً: مفهوم سعر الفائدة

تعددت الآراء حول إعطاء مفهوم دقيق لسعر الفائدة، مما نتج عن ذلك وجود مفاهيم كثيرة حول هذا المصطلح، وبالرغم من هذا التعدد إلا أن هذه المفاهيم تتقاطع في الكثير من النقاط التي تشرح مصطلح سعر الفائدة. ومن أجل الإحاطة ببعض تلك المفاهيم والخروج في الأخير بمفهوم شامل ودقيق، سنقوم بمعالجة هذا المفهوم من خلال ثلاثة مراحل.

1. المقصود بالسعر: السعر في اللغة هو ما يقوم عليه الثمن، وهو أيضاً ما تقف عليه السلع من الأثمان، وسعر السلعة هو ثمنها المشتهر بين الناس¹.

2. المقصود بالفائدة:

الفائدة لغويًا هي المردود أو العائد الذي يحصل عليه مقدم الخدمة بحجم أو قيمة تزيد عن قيمة الخدمة التي يقدمها لجهة معينة بالاتفاق مسبقاً بين الطرفين²، وهي أيضاً ما يترتب على الشيء ويحصل منه، من حيث أنها حاصل منه³.

¹ نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار البشير، ط1، جدة، 2008، ص ص 244-243.

² جميل سالم الزيدانيين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر، ط1، عمان، 1999، ص 179.

³ نزيه حماد، مرجع سابق، ص 349.

أما اقتصاديا فهي التعويض المادي الناجم عن اقتراض أموال الغير¹. وتعرّف أيضا على أنها الزيادة الربوية في القرض².

والفائدة عند "كينز" هي ثمن التنازل عن السيولة، أو ثمن عدم الاكتناز، ومنه يعرف "كينز" الفائدة على أنها الثمن الذي يجب دفعه لحث حاملي الأموال للتنازل عن أصول سائلة في صورة نقدية أو الحصول على أصول أخرى تحمل مخاطر أكبر³.

الفائدة هي السعر النقدي لاستعمال الأموال القابلة للإقراض⁴.

3. المقصود بسعر الفائدة:

✓ سعر الفائدة (ir) هو عندما يسلم رأس مال (K) من طرف عون اقتصادي ما إلى آخر خلال فترة زمنية (t) تحت شرط تسليمه بمبلغ (R)⁵.

✓ سعر الفائدة هو السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدامه الأموال المقترضة لفترة زمنية معينة يُتفق عليها أي (سعر الائتمان)⁶.

✓ يعرف سعر الفائدة بأنه الفائدة المستحقة في كل وحدة زمن لكل وحدة من رأس المال⁷.

✓ ويقال أيضا أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند إقراض الأموال مقابل تفضيل السيولة⁸.

✓ وأيضا سعر الفائدة هو نسبة مئوية يتم على أساسها مضاعفة مبلغ من المال للحصول على فائدة، وهذه الأخيرة تمثل سعر تأجير هذا المبلغ من المال⁹.

✓ عبارة سعر الفائدة تعني العائد على أصل مالي حتى تاريخ الاستحقاق¹⁰.

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 57.

² نزيه حماد، مرجع سابق، ص 349.

³ حازم الببلاوي، تاريخ الفكر الاقتصادي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 1997، ص 145.

⁴ حسن مسعود، أضواء على النظرية الاقتصادية المعاصرة، دار المعارف، بيروت، 2001، ص 214.

⁵ بن زيان راضية، دراسة قياسية واقتصادية للعلاقة بين سعر الصرف معدل الفائدة والتضخم في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2010.

⁶ عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 298.

⁷ طارق الحاج، مرجع سابق، ص 57.

⁸ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، ط1، عمان، 2009، ص 61.

⁹ Dominique Biedermann, *Comportement des taux d'intérêt réels*, 1^{ere} édition, Librairie Librairie DROZ, Genève-Paris, 1990, p 14.

¹⁰ Frederick s. mishkin, *the economics of money banking and financial markets*, 7th edition, pearson, Columbia University, 2004, p 61.

✓ سعر الفائدة هو الثمن المدفوع نظير استعمال النقود، أو الزيادة مقابل إقراض النقود لأجل¹.

إذن من التعاريف السابقة نلاحظ بعض المميزات التي تتعلق بسعر الفائدة، وهي كما يلي:

أ. **نسبة مئوية:** بمعنى أن سعر الفائدة هو عبارة عن نسبة من المبلغ المالي الذي تم إيداعه أو استثماره أو إقرضه، يحصل عليها صاحب المبلغ المالي مع المبلغ كله في تاريخ الاستحقاق.

ب. **عائد التخلي عن السيولة:** بمعنى أن سعر الفائدة هو عبارة عن عائد الأموال التي يتم إيداعها في البنوك (الودائع لأجل)، أو التي يتم استثمارها في شكل سندات أو التي يتم إقرضها.

ت. **ثمن الحصول على السيولة:** بمعنى أن سعر الفائدة هو عبارة عن الثمن الذي يجب دفعه كمقابل للحصول على السيولة، سواء السيولة التي تتحصل عليها البنوك في شكل ودائع لأجل، أو القروض التي يتحصل عليها الأفراد والمؤسسات من البنوك.

ث. **عائد أو ثمن الزمن:** بمعنى أن سعر الفائدة هو ذلك المقابل/الثمن الذي يُحصّله/يدفعه المتنازل عن السيولة/المقترض نظير توظيف/اقتراض الأموال لفترة زمنية محددة.

وقبل إعطاء مفهوم شامل لسعر الفائدة، سنوضح معنى سعر الفائدة من خلال أربعة وجهات:

أ. **سعر الفائدة بالنسبة للمستثمرين:** هو عبارة عن العائد الذي يتحصل عليه المستثمر كنسبة مئوية من المبلغ المستثمر، نظير التخلي عن مبلغ مالي لمدة زمنية معينة (مثلا شراء سندات).

ب. **سعر الفائدة بالنسبة للمدخرين:** هو المقابل الذي يحصل عليه المدخر كنسبة مئوية من المبلغ المالي الذي تم وضعه في البنك على شكل وديعة لأجل لمدة زمنية محددة.

ت. **سعر الفائدة بالنسبة للمقترضين:** هو الثمن الذي يدفعه المقترض كنسبة مئوية من المبلغ الذي اقترضه مقابل استخدامه للمبلغ الذي تحصل عليه لمدة زمنية محددة.

ث. **سعر الفائدة بالنسبة للبنوك:** هو إما الثمن الذي يدفعه البنك كنسبة مئوية من المبالغ المودعة عنده لأجل، أو العائد الذي يتحصل عليه البنك كنسبة مئوية من القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات خلال فترة زمنية محددة.

بعد التوضيحات التي تطرقنا لها سابقا، وفي ظل تعدد وجهات النظر لسعر الفائدة، سنعطي تعريفا موسعا لسعر الفائدة، وهو أن سعر الفائدة هو عبارة عن متغير اقتصادي يعبر عن العائد أو الثمن الذي يحصل عليه من يتنازل عن السيولة (الإقراض، الإيداع لأجل، الاستثمار في السندات)، أو

¹ وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد- الأسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي-، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 49.

يدفعه مستخدم أموال الغير (المقترض، البنك) كنظير للتخلي عن السيولة أو استخدامها لمدة زمنية محددة، بحيث يكون سعر الفائدة عبارة عن نسبة مئوية من المبلغ المالي محل العملية (الاقتراض، الإيداع لأجل، الاستثمار في السندات).

ثانياً: هيكل سعر الفائدة

نظراً لاختلاف التعاملات المالية تعددت أسعار الفائدة وأصبح كل نوع من أسعار الفائدة يُعنى بنوع معين من العمليات المالية التي تتطلب فائدة تكون في شكل نسبة مئوية من الأصل المالي محل الصفقة. وسنحاول فيما يلي أن نذكر أهم أشكال سعر الفائدة.

1. أسعار الفائدة حسب معيار التضخم:

عند الحديث عن أسعار الفائدة التي تتضمن تضخم والتي لا تتضمن تضخم، نميز بين نوعين هما سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي.

ببساطة سعر الفائدة الاسمي هو السعر الذي يظهر على الصفحات المالية من الصحف وعلى لافتات وإعلانات المؤسسات المالية¹. وبعبارة أخرى هو سعر الفائدة غير المصحح من التضخم².

وسعر الفائدة الحقيقي هو سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم³.

إذن، فسعر الفائدة الذي لا يأخذ بعين الاعتبار أثر التضخم يسمى بسعر الفائدة الاسمي، وهو يختلف عن سعر الفائدة الحقيقي الذي هو عبارة عن سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم. وسعر الفائدة الحقيقي أكثر دقة في التعبير عن تكلفة الاقتراض الحقيقية، وهو أفضل من سعر الفائدة الاسمي في اتخاذ القرارات الاقتصادية⁴.

بناء على ما سبق يتضح أن التفرقة بين سعر الفائدة الاسمي والحقيقي هي خطوة مهمة، لأن هذا الأخير يعكس التكلفة الحقيقية لعمليات الإقراض والاقتراض في النشاط الاقتصادي، ومن ثم يعتبر مؤشر جيد للتحفيز على الإقراض والاقتراض في السوق المالي. فكلما انخفض معدل التضخم وتم

¹ John S. Morton, **advanced placement economics-teacher resource manual**-,Third Edition, , National Council on Economic Education, New York, 2003, p 566.

² Taylor, **principles of macroeconomics, fifth edition**, Houghton Mifflin Company, boston, 2007, p 124.

³ Robert j.rossana, **macroeconomics, first edition**, Taylor & Francis e-Library, New York, 2011, p 48.

⁴ أحمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 153.

المحافظة على استقراره عند مستويات مقبولة، كلما انعكس ذلك على ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي، مما يشجع على تزايد رغبة الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي في عمليات الإقراض، ومن ثم تزايد حيازتهم لأصول مالية، الأمر الذي يساعد على توافر الموارد المالية للوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، وخاصة مؤسسات الأعمال، وكلها أمور تساعد على زيادة التعامل في سوق المال واتساعه، كما يؤدي إلى زيادة الإنتاج، الدخول والعمالة، ومن ثم تحسين مستوى النشاط الاقتصادي.

2. أسعار الفائدة حسب معيار المدة الزمنية:

أ. أسعار الفائدة قصيرة الأجل: هي عبارة عن أسعار الفائدة التي تتعلق بأدوات الاستثمار المالي قصير الأجل، وهي مرتبطة بالعمليات التي تقل مدتها عن سنة. ، ومن بينها¹:

✓ القروض تحت الطلب: هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، تحمل أسعاراً متدنية جداً ومدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوم أو يومين.

✓ أدونات الخزينة: أداة مالية تقوم الحكومة بإصدارها عادة عن طريق البنك المركزي، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 شهور و 6 شهور و 12 شهر لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة. وهي تعتبر أداة استثمار آمنة للبنوك.

✓ شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: وهي شهادات تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين، وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها.

✓ قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ويكون هذا القرض في شكل تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، يلتزم فيه البنك المقرض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

ب. أسعار الفائدة متوسطة الأجل: مرتبط بالعمليات التي تتراوح مدتها ما بين سنتين و 7 سنوات.

ت. أسعار الفائدة طويلة الأجل: مرتبط بالعمليات التي تزيد مدتها عن 7 سنوات. وهي عبارة عن أسعار الفائدة التي تتعلق بأدوات الاستثمار المالي طويل الأجل، ومن بينها²:

¹ متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ط1، الأردن، 2010، ص ص 33-34.

² متولي، مرجع سابق، ص 35.

✓ **السندات:** وهي أدوات دين تطرحها الشركات في السوق المالي باعتبارها مصدرا أساسيا من مصادر التمويل طويلة الأجل.

✓ **الأسهم:** وهي عبارة عن أوراق تطرحها الشركات في سوق رأس المال، وهي تعطي حاملها حق تملك جزء من الشركة المصدرة لهذا السهم.

3. أسعار الفائدة حسب نوع السوق:

أ. **سعر الفائدة في سوق النقد:** يقصد بسوق النقد السوق الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والبنوك التجارية وما يماثلها، والتي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. والأوراق المالية في هذا السوق لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور أو سنة على الأكثر¹. وأسعار الفائدة في هذا السوق هي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول في السوق النقدي.

وأنواع المعدلات المتواجدة على مستوى هذه السوق هي:

✓ المعدلات اليومية .

✓ المعدل المتوسط المرجح.

✓ المعدل المتوسط الشهري.

✓ معدل لسبعة أيام.

✓ معدل نداء العرض.

ب. **سعر الفائدة في سوق رأس المال:** يقصد بسوق رأس المال تلك السوق التي يتم فيها اقتراض الأموال طويلة الأجل، حيث يتم فيها توجيه تدفق المدخرات إلى استثمارات طويلة الأجل معظمها لمدة سنة واحدة فما فوق². والاستثمارات في هذه السوق تأخذ شكلين هما الاستثمار في السندات والأسهم. وأسعار الفائدة في هذه السوق هي المعدلات التي على أساسها تصدر السندات أو تلك التي تنشأ عن أسعار السندات في البورصة وتحدد معدلات التمويل في الأجل الطويل.

والمعدلات المتواجدة على مستوى هذه السوق هي:

✓ معدلات إصدار الأوراق ذات المعدل الثابت.

¹ منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص 52.

² S.GURUSAMY, **capital markets**, Second Edition, Tata McGraw-Hill Education Private Limite, New Delhi, 2009, p 6

✓ معدلات السندات المضمونة من طرف الدولة (خاصة بالقطاع العام).

✓ معدلات السندات الغير مضمونة (خاصة بالقطاع الخاص).

ت. **سعر الفائدة في البنك المركزي:** البنك المركزي هو البنك الرئيسي الذي يتحكم في النظام المصرفي للبلد، وهو الجهة الوحيدة التي تصدر النقود في البلد¹. وأسعار الفائدة في البنك المركزي هي المعدلات التي على أساسها يقرض المصرف المركزي مؤسسات الإقراض².

4. **أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة:**

أ. **أسعار الفائدة الثابتة:** وهي تلك المعدلات التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض³.

ب. **أسعار الفائدة المتغيرة (العائمة):** هذا النوع من أسعار الفائدة مرتبط بتغيرات أسعار فائدة أخرى، مثل سعر الفائدة في البنك المركزي، سعر الفائدة على الودائع لأجل، سعر الفائدة على الإقراض، والعائد على أدونات الخزينة⁴.

5. **أسعار الفائدة البسيطة والمركبة:**

أ. **سعر الفائدة البسيط:** هو المعدل المحسوب على أساس المبلغ المقترض أو المودع سواء حصل المقرض أو المودع على فوائد بصورة دورية أو تركها ليحصل عليها في نهاية المدة بحيث تضاف الفائدة إلى الأصل عند تسديد المبلغ.

وعليه يبقى المبلغ الذي تحسب على أساسه الفائدة ثابت طوال مدة القرض أو الإيداع.

ب. **سعر الفائدة المركب:** تضاف الفائدة في آخر كل فترة من فترات القرض إلى أصل المبلغ الذي أنتجها وتعامل معاملة المبلغ الإجمالي من حيث إنتاجها للفوائد عن الفترات اللاحقة.

¹ TR Jain, VK Ohri, **Introductory Macroeconomics**, seventh edition, Vimla Kumari Jain, new delhi, 2009, p 122.

² وسام ملاك، **النقود والسياسات النقدية الداخلية-قضايا نقدية ومالية-**، دار المنهل اللبناني، ط 1، لبنان، 2000، ص 200.

³ وسام ملاك، نفس المرجع، ص 201.

⁴ Alok Goyal, **Mridula Goyal, Financial Market Operations**, Vimla Kumari Jain, new delhi, 2006, p 14.

المطلب الثاني: أهمية سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة من أهم الأدوات التي تعتمد عليها السلطة النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي، ويتم الاستعانة بسعر الفائدة في السياسة النقدية المسطرة عبر عدة طرائق أهمها سعر إعادة الخصم، ويقصد بإعادة الخصم قيام البنوك التجارية بتحصيل أصولها المالية لدى البنك المركزي قبل تاريخ استحقاقها للحصول على موارد نقدية تستخدمها في تدعيم احتياطاتها النقدية مقابل ثمن معين يتقاضاه البنك المركزي نظير ذلك ويعرف هذا الثمن بسعر إعادة الخصم.

ويعتبر سعر إعادة الخصم من أقدم الأدوات التي استخدمتها البنوك المركزية لمراقبة الائتمان، وكان بنك إنجلترا أول من طور سعر إعادة الخصم كوسيلة للسيطرة على الائتمان بداية من عام 1847 ثم سار البنك المركزي تدريجياً خلال هذه الفترة على وضع يجعله "المقرض الأخير"، وفي فرنسا عام 1857 وفي الولايات المتحدة الأمريكية عام 1913.

وتختلف الأوراق المالية القابلة للخصم في البنك المركزي من بلد لآخر، إلا أنها تحتوي بشكل عام على ما يلي:

- ✓ السندات التجارية التي تكون آجال استحقاقها لمدة معينة مثلاً (60 يوماً) وقد يشترط أن تكون متمتعة بثلاث ضمانات (وجود ثلاث توقيعات صاحب، مسحوب عليه ومستفيد) كالكمبيالات.
 - ✓ سندات الخزينة التي قد يشترط أن تكون ذات أجل محدد.
 - ✓ أوراق مالية ممثلة لقروض قصيرة الأجل.
 - ✓ سندات ممثلة لقروض متوسطة الأجل.
 - ✓ سندات محرقة للسلف على الخارج ذات أجل متوسط أو طويل.
- فإذا أرادت السلطات النقدية التوسع في منح القروض، فإنها تلجأ إلى تخفيض سعر إعادة الخصم للتأثير على حجم القروض أو الائتمان المقدم من البنوك التجارية لعملائها، وعندما تريد تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع سعر إعادة الخصم ومن ثم فإن هذه السياسة تؤدي إلى التأثير على القدرة الإقراضية للبنوك إما بالزيادة أو بالنقصان¹.

¹ عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

إن فليسر الفائدة أهمية كبيرة باعتباره آلية من آليات السياسة النقدية يستخدم في التأثير على النشاط الاقتصادي، هذا بشكل خاص، وبشكل عام فإن أهمية سعر الفائدة يمكن أن تظهر في الكثير من جوانب الحياة الاقتصادية، وفيما يلي بعض النقاط التي تبرز أهميته:

1. أداة لاستقطاب التدفقات المالية الدولية: يعتبر سعر الفائدة أحد المتغيرات الرئيسية في التأثير على حركة تدفق رؤوس الأموال على مستوى التمويل الدولي، لأنه أحد أهم أدوات السياسة النقدية التي تستطيع الدولة التأثير من خلاله على النشاط الاقتصادي. فإذا ارتفع سعر الفائدة في بلد ما مقارنة بالبلدان الأخرى فإن ذلك سيحفز على تدفق الأموال من البلدان الأخرى إلى ذلك البلد، وذلك نظرا لأن ارتفاع سعر الفائدة في بلد معين يدفع أصحاب الأموال من دول أخرى إلى توجيه أموالهم نحو هذا البلد من أجل استثمارها¹، وذلك إما من خلال إيداعها في البنوك أو الاستثمار في السندات.
2. أداة لتعديل الخلل في ميزان المدفوعات: بافتراض ثبات الطلب على النقود، فإن سعر الفائدة وفقا لهذا المنظور هو دالة متناقصة لكمية النقود، إذ كلما زاد عرض النقود انخفض سعر الفائدة والعكس صحيح، مع افتراض حدوث عجز في ميزان المدفوعات لدولة ما، بسبب تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج على سبيل المثال، فإن ذلك يتبعه انخفاض عرض النقد داخليا وهذا بدوره سيدفع أسعار الفائدة نحو الارتفاع، مما سيحد من تدفق رؤوس الأموال للخارج، لارتفاع نسبة العوائد من سعر الفائدة في الداخل على عوائد الاستثمار الخارجي، فضلا على أن هذا الارتفاع في سعر الفائدة سيجذب الأموال الأجنبية إلى داخل تلك الدولة، باعتبار أن العائد المحلي أصبح مرتفعا، وهذا التأثير لسعر الفائدة يمكن أن يعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات بصورة تلقائية². أو بمعنى آخر فإنه في حالة حدوث عجز خارجي فهذا سيؤدي إلى تدهور سيولة القطاع البنكي الذي يقوم برفع أسعار الفائدة لجلب رؤوس الأموال الأجنبية وتدعيم الجانب الدائن، وبالعكس في حالة دولة الفائض التي يتميز قطاعها البنكي بسيولة كبيرة تدفعه إلى خفض أسعار الفائدة، مما يتسبب في هروب رؤوس الأموال للخارج بحثا عن أسعار فائدة أعلى، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قيمة الجانب المدين في ميزان المدفوعات³.

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد العيسى، مرجع سابق، ص 300.

² Walter Ingo, **international Economics**, second Edition, The Ronald press company, NewYourk, 1975, p 367.

³ زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة، ص 110.

3. أداة لتعديل سعر صرف البلد: رؤوس الأموال الساخنة والأرصدة المعدة للإقراض الدولي حساسة تماماً لتغيرات أسعار الفائدة، إذ أنها تتدفق إلى المناطق ذات العائد المتوقع الأعلى، فالزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية ستحفز رأس المال الأجنبي للانسياب إلى الداخل مؤدية إلى ارتفاع قيمة عملتها في سوق الصرف الأجنبي*، إذ أن الزيادة في سعر الفائدة الحقيقي في الدولة A سيدفع المستثمرين من دول أخرى ولتكن الدولة B والدولة C على زيادة الطلب على عملة البلد A وإقراض عملاتهم المحلية إلى مقترضين في الدولة A، وهذه التحركات في رأس المال سوف تؤدي إلى رفع قيمة العملة A بالنسبة للعملة B وC، أما انخفاض أسعار الفائدة المحلية فسيكون أثره معاكساً لما ذكر سابقاً. ولا تقتصر التغيرات في أسعار الفائدة على الأسعار المحلية فقط، بل تمتد إلى أسعار الفائدة الأجنبية، فعندما ترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في الدولة B وC فإن المستثمرين في الأصول المالية قصيرة الأجل سوف يستبدلون العملة A بالعملة B والعملة C، ليحققوا المزايا التي أتاحت لهم بتحسين فرصة الكسب في هذه الأسواق، وعليه فارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في الخارج يزيد الطلب على العملات الأجنبية ويزيد عرض العملة A وينشأ عنه انخفاض قيمتها بالنسبة لعملات الدول الأخرى التي ارتفعت لديها أسعار الفائدة الحقيقية، وبالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى نتيجة مغايرة عما سبق تماماً¹.

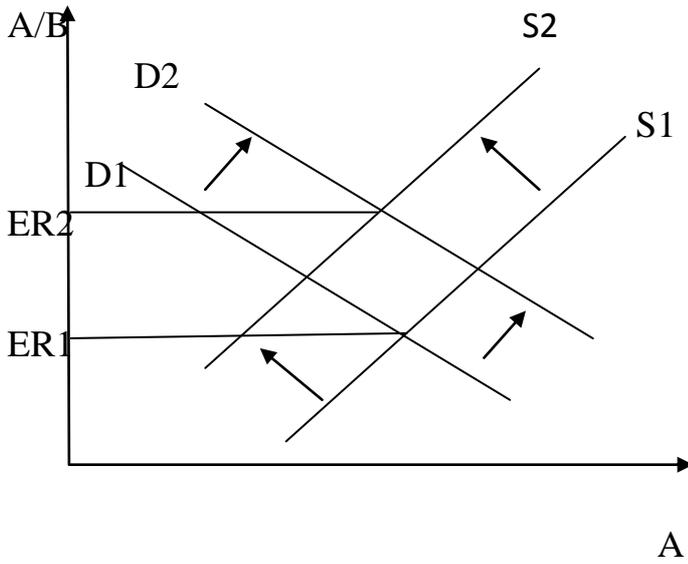
وحسب المنحنى الموضح في الشكل رقم 1-1، فإنه إذا ارتفع سعر الفائدة في دولة A مقابل نظيره في دولة B، فإنه سيؤدي إلى تدفق الاستثمارات المالية من B إلى A وبالتالي زيادة الطلب على العملة A فينتقل منحنى الطلب من D1 إلى D2 ونتيجة للتفاوت بين أسعار الفائدة بين الدولتين فإن بعض المستثمرين من A سيتوقفون عن الاستثمار في B فينتقل منحنى العرض من S1 إلى S2، والنتيجة النهائية لانتقال منحنى العرض والطلب هي زيادة سعر صرف العملة A مقابل B من ER1 إلى ER2².

*تنص نظرية فيشر على أن الفرق في سعر الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يؤدي إلى تغير سعر صرف هذين البلدين بنفس المقدار.

¹ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية "نظرية وتطبيقات"، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص ص 65-66.

² خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص ص 368-369.

الشكل رقم 1-1: تغيرات سعر الفائدة وأثرها على سعر الصرف



المصدر: خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مرجع سابق، ص 369.

4. أداة للحد من التضخم: التضخم يقصد به الزيادة في متوسط المستوى العام للأسعار وليس الزيادة فقط في سعر منتج معين¹. والتضخم يتحقق عندما تصبح الزيادة في كمية السلع والخدمات المنتجة غير متناسبة مع حجم الزيادة في أدوات الدفع².

ويعتبر الحد من التضخم أحد الأهداف الأساسية للسياسة الاقتصادية، لأن عدم التحكم فيه يؤدي على تشويه المؤشرات الاقتصادية المعتمدة لاتخاذ القرارات الاقتصادية، فضلا عن كون التضخم يؤدي إلى فقدان ثقة الأعوان الاقتصاديين في كل التدابير المتخذة في إطار السياسة الاقتصادية.

ورفع سعر الفائدة يعتبر أيضا وسيلة من وسائل معالجة التضخم والحد منه، خاصة إذا كان التضخم ناتجا عن توسع المصارف في تقديم الائتمان، فإذا عمدت المصارف إلى رفع سعر الفائدة التي تأخذها نظير القروض التي تمنحها، فإن ذلك سيقبل من إقبال طالبي القروض على المصارف، وبالتالي سيؤدي ذلك إلى خفض السيولة النقدية لدى الأفراد، مما ينجم عنه انخفاض معدل التضخم³.

¹ Irvin B. Tucker, **Macroeconomics for Today**, Seventh Edition, South-Western cengage learning, USA, 2011, p 184.

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص 148.

³ مخلوفي عبد السلام، العرابي مصطفى، سعر الفائدة: تحقيق في أضراره الاقتصادية، الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 09-10 ماي 2011.

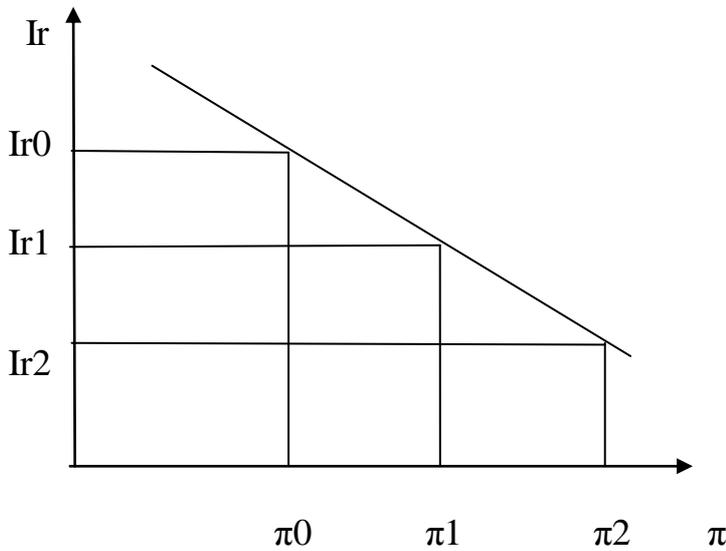
ويرفع سعر الفائدة يتم التأثير على شئيين، الشيء الأول هو أنه في ظل معدلات الفائدة المرتفعة سيمتنع بعض طالبي القروض عن الإقبال إلى المصارف، وفي نفس الوقت سيقوم أصحاب الفائض المالي بإيداع أموالهم في البنوك للحصول على عائد أعلى. وفي ظل ما تقدم، فإن معدلات التضخم سوف تتراجع كنتيجة لرفع سعر الفائدة بالنسبة للقروض*، وذلك نظرا لأن رفع سعر الفائدة يخفض من حجم الطلب على القروض وبالتالي عدم التوسع في زيادة المعروض النقدي، كما أن رفع سعر الفائدة يشجع المدخرين على ايداع أموالهم في البنوك**، وبالتالي امتصاص جزء من المعروض النقدي المتواجد في الاقتصاد مما يؤدي إلى تراجع معدلات التضخم.

والشكل رقم 1-2 يوضح أثر تغيرات سعر الفائدة على كل من التضخم وحجم الكتلة النقدية في الاقتصاد، حيث كلما ارتفع سعر الفائدة انخفض معدل التضخم نتيجة لانخفاض حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد، وكلما انخفض معدل الفائدة ارتفع معدل التضخم.

الشكل رقم 1-2: تغيرات سعر الفائدة وأثرها على معدل التضخم

Ir: سعر الفائدة.

π : معدل التضخم.



المصدر: من إعداد الباحث.

* سعر الفائدة يمثل تكلفة اقتراض النقود، وبالتالي عندما يرتفع هذا الأخير فإن تكلفة الاقتراض تزداد، فيميل الأفراد إلى اقتراض كميات أقل، والعكس في حالة انخفاض سعر الفائدة.

** لما يرتفع سعر الفائدة، فإن تكلفة الفرصة البديلة تزداد بالنسبة لمن لديهم أموال، ولذلك يقوم الأفراد بتقليل ما يحتفظون به من نقود سائلة إلى أدنى حد من خلال إيداع أموالهم لدى البنوك في أوقات ارتفاع أسعار الفائدة بسبب ارتفاع تكلفة النقود السائلة.

5. أداة لتعبئة الادخار الوطني: إن ارتفاع معدل الفائدة يشجع أصحاب الفائض المالي على ادخار أموالهم في البنوك، وهو ما يساهم في زيادة حجم الادخار الوطني ليكون بدوره قروضا استثمارية، وهذا الأمر له الأثر الايجابي على النشاط الاقتصادي.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة

يتعرض سعر الفائدة لتقلبات كثيرة نتيجة للتغير الذي يحدث في عدد من المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر فيه، وتتأثر أسعار الفائدة بحسب قوة العلاقة بينها وبين هذه المتغيرات، وهذا يضعنا أمام تساؤل يبحث عن العوامل التي تفسر التغيرات التي تحدث على سعر الفائدة، وفيما يلي سنحاول إبراز أهم العوامل التي تؤثر في سعر الفائدة.

أولاً: العوامل الاقتصادية

نقصد بالعوامل الاقتصادية تلك المتغيرات التي لها علاقة مباشرة بالنشاط الاقتصادي، أي أنها تؤثر في النشاط الاقتصادي بشكل مباشر، وهذه العوامل تشمل ثلاثة أنواع من المتغيرات الاقتصادية وهي المتغيرات النقدية، المتغيرات المالية والمتغيرات الحقيقية.

1. المتغيرات النقدية:

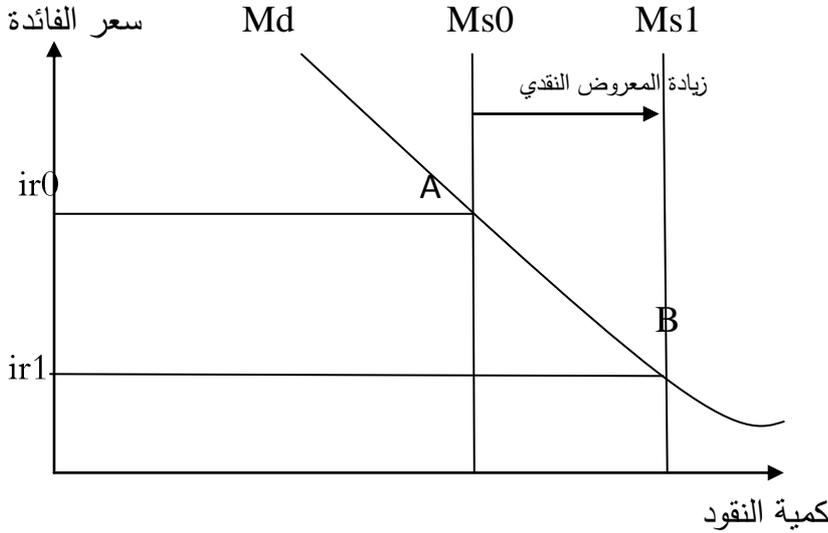
أ. التغير في عرض النقود: يقصد بعرض النقود كمية النقود المتداولة في الاقتصاد بمختلف أنواعها. ويمكن تلخيص مستويات المعروض النقدي فيما يلي: $M1, M2, M3, M4$. والسلطة النقدية لما ترغب في إتباع سياسة توسعية تهدف من ورائها إلى زيادة المعروض النقدي، يمكنها القيام بذلك بعدة طرائق كما يلي¹:

- ✓ خلق المزيد من النقود.
- ✓ التقليل من الاحتياطي الإجباري للبنوك التجارية.
- ✓ خفض معدل الأساس الذي تقرض به البنوك التجارية.
- ✓ شراء السندات الحكومية من السوق المفتوحة.

¹ Nadia Tempini MacDonald, *Macroeconomics and Business: An Interactive Approach*, thomson learning, london, 2002, p 180.

أي طريقة من الطرائق السابقة يمكنها أن تجعل المعروض النقدي يرتفع، وارتفاع هذا الأخير يؤدي بسعر الفائدة إلى الانخفاض. وكما يظهر في الشكل رقم 1-3، فإن زيادة المعروض النقدي من MS_0 إلى MS_1 يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة من ir_0 إلى ir_1 .

الشكل رقم 1-3: أثر التغير في المعروض النقدي على سعر الفائدة



المصدر: Nadia Tempini MacDonald , op cit, p 181.

إن فإلسياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، والعكس صحيح. وتجدر الإشارة إلى أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في المدى القصير، ومع ذلك فإنه في المدى الطويل ستؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم، وعلى العكس فإن السياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في المدى القصير، واستمرارها سوف يؤدي إلى الانكماش وانخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل¹.

ب. التضخم: يمكن أن يكون المقرضين والمدخرين رابحين أو خاسرين، وهذا يعتمد على معدل التضخم². لأن وجود تضخم معناه أن سعر الفائدة الحقيقي سيكون أقل من سعر الفائدة الاسمي. والمقرضين مع المدخرين يمكن أن يكونوا رابحين في حالة ثبات معدل التضخم، بمعنى انه في ظل ثبات معدل التضخم وليكن مثلاً 5% ومع وجود سعر فائدة متفق عليه مثلاً 8% فإنه في النهاية سيحصل المقرض أو المدخر على عائد حقيقي ممثل في 3% (سعر الفائدة الحقيقي)، وفي هذه

¹ Richard L. Stroup, Russell S. Sobel, David A. Macpherson, Economics: Private and Public Choice, Twelfth Edition, south-western cengage learning, USA, 2009, p 309.

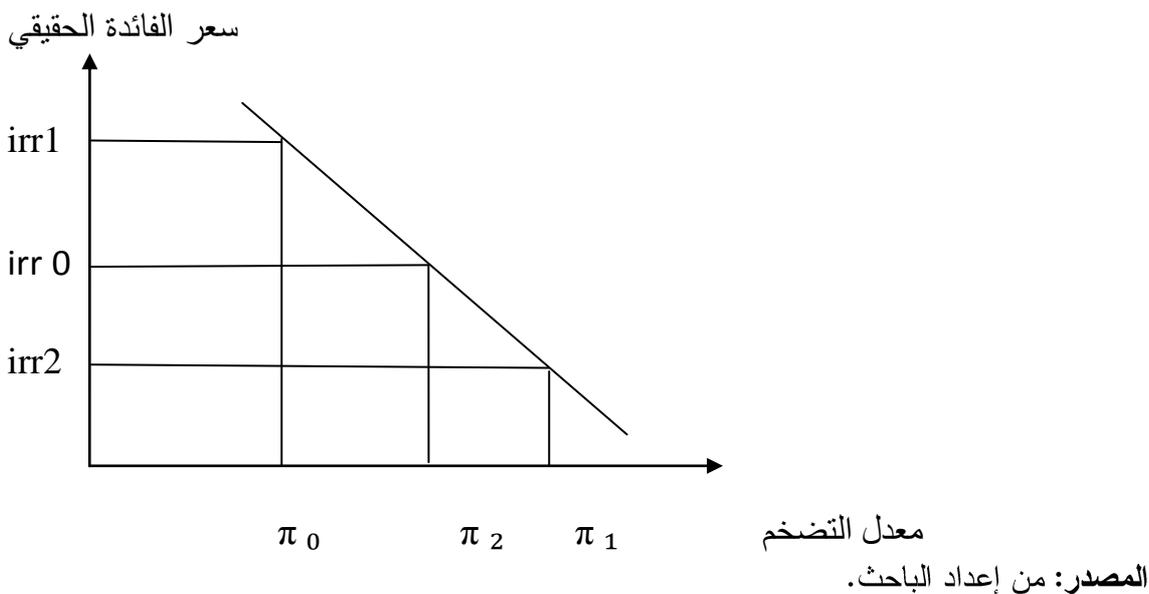
² Irvin B. Tucker , op cit, p 194.

الحالة نقول أنه ربح ولم يخسر. كما يمكن للمقرضين مع المدخرين أن يكونوا خاسرين، وهذا في ظل ارتفاع معدل التضخم وتجاوزه سعر الفائدة الاسمي. إذ أنه في حالة وجود سعر فائدة متفق عليه 8% مثلا مع وجود معدل تضخم يقدر بـ 5%، وفي ظل ارتفاع معدل التضخم ووصوله إلى 10% فإنه عند وصول تاريخ الاستحقاق سواء بالنسبة للمقرض أو المدخر، كلاهما سيخسران وذلك لأن العائد الحقيقي المحصل عليه هو -2% (سعر فائدة حقيقي سالب).

وعندما يكون سعر الفائدة الحقيقي سالب، فإن المقرضين والمدخرين يخسرون بسبب أن الفائدة المكتسبة لا تتجاوز معدل التضخم¹. وهذا ما حدث مع الجزائر، إذ في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات حققت الجزائر أسعار فائدة حقيقية سالبة أين تجاوز معدل التضخم 16% عام 1990 ووصل إلى 31% عام 1992 بينما كانت أسعار الفائدة على الترتيب 11.17% و 14% خلال السنتين السابقتين.

يظهر لنا مما سبق أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في حالة ثبات سعر الفائدة الإسمي، إذ كلما ارتفع معدل التضخم بنسبة معينة فإن سعر الفائدة الحقيقي ينخفض بنفس النسبة. وبذلك يمكن تمثيل هذه العلاقة بيانيا بخط مستقيم ميله 50%، بحيث يظهر فيه أنه إذا تغير معدل التضخم بنسبة معينة فإن سعر الفائدة الحقيقي سيتغير في الاتجاه المعاكس بنفس النسبة، وهذه العلاقة تظهر جليا في الشكل رقم 1-4.

الشكل رقم 1-4: منحى يوضح العلاقة العكسية بين معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي



¹ Irvin B. Tucker , op cit, p 195.

ت. مستوى أسعار الفائدة العالمية: إن اختلاف أسعار الفائدة بين الدول يؤدي إلى تحرك الأموال من بلد لآخر، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأموال المتاحة للإقراض¹. إذ أن سعر الفائدة إذا كان مرتفع في بقية العالم مقارنة بدولة ما، فإن هذا يؤدي إلى خروج الأموال من ذلك البلد بحثاً عن سعر فائدة أعلى، وكما هو معروف فإنه بانخفاض عرض النقود سيؤدي هذا إلى ارتفاع أسعار الفائدة في هذا البلد.

2. المتغيرات المالية:

وضع الموازنة العامة للدولة: يؤدي وجود عجز فيها إلى لجوء الحكومة إلى الاقتراض، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأموال المتاحة للإقراض، مما يدفع أسعار الفائدة إلى أعلى². إذ أن الدولة لما تكون بحاجة إلى أموال فإنها تخلق سندات وأذونات الخزينة وتودعها لدى البنك المركزي مقابل الحصول على أموال، وهذا بدوره يرفع سعر الفائدة بسبب زيادة الطلب على النقود. وأيضاً هناك طريقة أخرى تلجأ إليها الدولة لتمويل عجزها وهي التمويل بالعجز (التمويل التضخمي) والتي من خلالها يتم إصدار النقود مما يؤدي إلى تضخم والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية.

3. المتغيرات الحقيقية:

أ. التغيير في مستوى الادخار والاستثمار: قد يكون التغيير في هذين العنصرين إما تغييراً في عرض الأموال (الادخار) أو الطلب عليها (الاستثمار)، أو إي مزيج آخر منهما، ويؤدي هذا التغيير إلى تعديل أسعار الفائدة السائدة في السوق³.

ب. معدل النمو الاقتصادي: يؤدي النمو الاقتصادي إلى التأثير على الناتج المحلي الإجمالي الأمر الذي يتطلب تمويلاً إضافياً وبالتالي زيادة الطلب على وحدات الفاض أو المدخرات مما يؤثر في النهاية على أسعار الفائدة⁴. ونرى أن الطلب على الاستثمارات الجديدة أو على الأموال القابلة للاقتراض يكون منخفضاً خلال الركود ومرتفعاً أثناء الرخاء وبالتالي فإن أسعار الفائدة تنخفض في الحالة الأولى وترتفع في الحالة الثانية. وهنا يشجع انخفاض الأسعار المذكورة عند الركود الاستهلاك

¹مفلح محمد عقل، وجهات نظر مصرفية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، الجزء الأول، الأردن، 2006، ص 22.

²مفلح محمد عقل، نفس المرجع، ص 22.

³نفس المرجع، ص 21.

⁴جميل سالم الزيدانيين، مرجع سابق، ص 184.

الجاري ويقل تكلفة الفرصة البديلة¹، وهذا ما يساعد على تعديل الانخفاض الذي يحدث في الطلب الكلي بسبب الاستثمار فيعيد الناتج الحقيقي إلى مستوى التشغيل الكامل. وبالعكس في حالة الرخاء يزداد الطلب على السلع والخدمات ويزداد الاقتراض لأغراض الاستثمار وهذا ما يرفع أسعار الفائدة، ويزيد تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات الجديدة فيعتدل اتجاه التزايد في الطلب الكلي ويعود إلى مستوى التشغيل الكامل². وهكذا نرى أن تغيرات الطلب على النقود وحالة التوسع في النمو، الرخاء والركود لها أثر مهم في تغيرات أسعار الفائدة.

ت. الخلل في الميزان التجاري: إن وجود فائض في الميزان التجاري معناه أن هناك طلب أجنبي على السلع والخدمات المحلية أكثر من الطلب المحلي على سلع وخدمات الأجانب، وهذا يقابله وجود طلب أجنبي على العملة المحلية والذي بدوره سيؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية (ارتفاع سعر صرفها)، وهذا الفائض غير محبذ على المدى الطويل، كون أنه سيؤدي إلى انخفاض طلب الأجانب على السلع والخدمات المحلية بسبب تدهور عملتهم، وفي هذا الصدد يمكن أن تعمل السلطة النقدية على معالجة هذا الخلل من خلال تخفيض أسعار الفائدة على الودائع مقارنة بأسعار الفائدة لبقية الدول وهذا يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال من الداخل بحثاً عن عائد مرتفع، وهو ما يؤدي إلى زيادة عرض العملة المحلية وبالتالي انخفاض سعر الصرف لهذه العملة. وكذلك الأمر بالنسبة لحالة العجز في الميزان التجاري، فإن وجود عجز معناه وجود طلب محلي على السلع والخدمات الأجنبية أكثر من الطلب الأجنبي، وهو ما يعني وجود طلب محلي على العملات الأجنبية أكثر من طلب الأجانب على العملة المحلية، وهذا الأمر يؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة المحلية مما يفقدها قيمتها، ومن أجل المحافظة على ثبات سعر صرف العملة المحلية، تعمل السلطة النقدية باستعمال أحد أدواتها كهدف وسيط كأن ترفع معدلات الفائدة المحلية على الودائع وهو ما يساهم في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الباحثة عن أكبر عائد والذي في نفس الوقت يعني زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه العملة.

ثانياً: العوامل غير الاقتصادية

يقصد بالعوامل غير الاقتصادية تلك المتغيرات التي لها علاقة غير مباشرة بالنشاط الاقتصادي، أي أنها تؤثر في النشاط الاقتصادي بشكل غير مباشر.

1 هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 283 .

2 هوشيار معروف، نفس المرجع، ص 284 .

بالإضافة إلى العوامل المذكورة أعلاه نجد أن هنالك عوامل أخرى تؤثر في تحركات أسعار الفائدة فنرى أن معدلات الفائدة تميل إلى الانخفاض مع التقدم التكنولوجي والحضاري. وتلعب التوقعات دورا هاما في تغير التحركات في سعر الفائدة، وذلك بالاستناد على توقعات المستثمرين بشأن معدلات التضخم المستقبلية، فضلا عن أن القرارات المستقبلية يصعب التنبؤ بها بدقة لأنها عرضة للتغيرات المفاجئة¹، لذا تكون أسعار الفائدة عرضة لهذه المتغيرات إما بالانخفاض أو الارتفاع .

ولدرجة انفتاح القطاع المالي، ودرجة الضوابط على رأس المال، دور في التغيرات التي تصيب أسعار الفائدة، حيث يؤدي التحرر إلى درجة أعلى من التكامل والاندماج بين الأسواق الداخلية والعالمية، وبهذه العملية فإن أسعار الفائدة ستتأثر وبشكل مباشر². نستنتج من كل هذا أن أسعار الفائدة تكون متغير تابع يتأثر بهذه المتغيرات أما بصورة عكسية أو طردية، وبشكل مباشر أو شكل غير مباشر، تحدده طبيعة العلاقة ونوع المتغير الذي يحكم تفسير التأثير.

المبحث الثاني: الإطار النظري للتدفقات المالية الدولية

أصبحت كل دول العالم في حاجة لرؤوس الأموال الأجنبية، وذلك كون أن مصادر التمويل المحلية لا تلبى كافة الاحتياجات الداخلية، ورأس المال الأجنبي يمكن أن يوفر قيمة إضافية للموارد التي لا يمكن لأي بلد أن يديرها داخليا، وفي الوقت الراهن هناك كميات كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية التي تتدفق بين الاقتصاديات في أشكال وأنواع متعددة كالأستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، القروض الخارجية... الخ.

المطلب الأول: مفهوم التدفقات المالية الدولية

يرمي هذا المطلب إلى إظهار المفاهيم الأساسية للتدفقات المالية، لذا سيتم تقسيمه إلى فرعين، يتناول الأول، ماهية التدفقات المالية الدولية، أما الثاني سيناقش دوافع تحركات رؤوس الأموال الدولية، والفرع الثالث سيعالج سلبيات وإيجابيات التدفقات المالية الدولية.

1 إسماعيل محمد هاشم، النقود والبنوك، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، 2013، ص 161.

أولاً: معنى التدفقات المالية الدولية

يعتبر رأس المال عاملاً مهماً من عوامل الإنتاج، وأحد الأركان الأساسية الذي يمكن من خلاله أو بمساعدته استثمار موارد البلد الطبيعية والبشرية. ولما كانت رؤوس الأموال موزعة توزيعاً غير متساوي بين البلدان فإن عملية تقليل هذا التفاوت تبقى مهمة النظام النقدي الدولي، حيث تتدفق رؤوس الأموال من البلدان ذات الفائض النسبي إلى البلدان التي بحاجة إليه، وعملية الانتقال تتم لأسباب معينة وأهداف محددة. وعليه فإن تدفق رؤوس الأموال بين الدول هو انتقال الحقوق المترتبة على رؤوس الأموال من فرد أو مجموعة من الأفراد معنويين أو طبيعيين أو مؤسسة خاصة أو رسمية من الدول إلى مثل ذلك في دولة أو دول أخرى، ولا يقصد بهذه الحركة تحويل سلع رأسمالية مادية معينة من بلد إلى آخر، ولو أن تحويل هذه السلع قد يكون مصاحباً لحركات رأس المال، إنما يقصد به انتقال القوة الشرائية التي لم تخصص للاستهلاك من بلد إلى آخر، أي انتقال رأس المال النقدي من الأفراد المعنويين والطبيين، والمشروعات من بلد إلى آخر¹.

وحركة التدفقات المالية بين الدول تشير إلى أن تحرك رأس المال ينطوي على تجاوز الحدود السياسية للدول، والجدير بالذكر هنا هو أن ندرة رأس المال في دولة ما تؤدي إلى ارتفاع عائد هذا العنصر في هذه الدولة وبالتالي يأخذ اتجاه التدفق إلى داخل الدولة²، هذا من جهة، ومن جهة أخرى لجوء الدول إلى طلب القروض من دول أخرى بسبب ندرة رأس المال فيها يساهم أيضاً في تدفق الأموال إلى الدولة التي بحاجة إلى تمويل.

وإضافة إلى كون أن التدفقات المالية الدولية تتم وفقاً للمعدلات النسبية والمتوقعة للعائد، إلا أنه في بعض الأحيان صافي الانتقال أو التحرك يتجه إلى خارج الدولة رغم ما قد تتصف به من ندرة في رأس المال. ويمكن إرجاع هذا الأمر إلى مشاكل الاضطراب المالي واضطراب الأوضاع السياسية والاقتصادية، وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في دولة ما يؤثر على اتجاه رؤوس الأموال إلى خارجها بغض النظر عن الحاجة الشديدة لهذه الدولة إلى تمويل أجنبي، ويطلق على هذه الظاهرة "هروب رؤوس الأموال"³.

¹ راتول محمد، ناصف محمد، انعكاسات الأزمة الاقتصادية العالمية على التدفقات المالية الدولية إلى الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تيسة، الجزائر، 19-20 جوان 2013.

² هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، سورية، 2007، ص 26.

³ هزاع مفلح، نفس المرجع، ص 28.

وبعد أن قمنا بتوضيح مفهوم تدفق رؤوس الأموال الدولية لابد لنا من توضيح بعض المفاهيم المتصلة بالموضوع لإزالة الغموض الذي يحيط به وعليه لابد من التمييز بين المفاهيم الآتية:

1. المفهوم الأول: التدفق الداخل لرأس المال

يشير هذا المصطلح إلى امتلاك الموجودات الوطنية من قبل غير المقيمين، وأن بيع هذه الموجودات الوطنية سيتخذ صيغة تدفق رأس المال المعاكس، وبالتالي فإن صافي التدفق الداخل لرأس المال يعني التملك مطروحا منه بيع الموجودات الوطنية من قبل المقيمين. وتتباين أنواع الموجودات المذكورة التي يتضمنها ذلك التدفق تبعا للمؤسسة الناشرة للبيانات، فصندوق النقد الدولي في منشوراته " إحصائيات موازين المدفوعات " يعرف التدفق الداخل لرأس المال على أنه ذلك البند من الحسابات النقدية والرأسمالية لميزان المدفوعات والذي يتألف عادة من مفردات تقع تحت بند التحويلات الرأسمالية والذي يتضمن استثمارات مباشرة لدولة معينة، وكذلك ما يقع تحت بند استثمارات الحافظة، واستثمارات أخرى والتي تتضمن ديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل وبشكل قروض مصرفية، وأيضا إئتمانات تجارية، وقروض من صندوق النقد الدولي¹.

2. المفهوم الثاني: التدفق الخارج لرأس المال

يشير هذا المفهوم إلى تملك المقيمين لموجودات أجنبية، فمبيعاتها تعرف على أنها التدفق الخارج المعاكس لرأس المال، وأن الفرق بين الاثنين يمثل صافي التدفق الخارج لرأس المال، وضمن مفاهيم صندوق النقد الدولي وإحصائياته التي أشرنا إليها سابقا، فإن التدفق الخارج لرأس المال يتألف من البنود الدائنة، والتي تكون تحت ما يسمى بتحويلات رأس المال والاستثمار المباشر في الخارج، والموجودات تقع تحت بند الاستثمار المحفظي والاستثمارات الأخرى².

3. المفهوم الثالث: صافي تدفق رأس المال وصافي التحويلات

يشير المعنى الأول إلى مجموع صافي التدفق الداخل لرأس المال مطروح منه مجموع صافي التدفق الخارج لرأس المال، ويكون موجبا عندما يزيد صافي التدفق الداخل على صافي التدفق الخارج، ويكون سالب عندما يزيد صافي التدفق الخارج على صافي التدفق الداخل، أما صافي التحويلات فيشير إلى صافي التدفق الداخل لرأس المال مطروح منه صافي المدفوعات للخارج. ويقصد بصافي

1 IMF, International Financial Statistics (IFS), D.C, Jan, Washington, 2007, P.8.

2 UNCTAD , Trade & Development Report 1999, New York & Geneva, 1999, PP 99 – 102.

المدفوعات للخارج مدفوعات فوائد على الديون الخارجية إضافة إلى تحويلات الأرباح للخارج، ويعد صافي التحويلات مقياس خارجي لقدرة الدولة على تمويل عجزها التجاري¹.

إذن بناءً على ما سبق يمكن تعريف التدفقات المالية الدولية (تدفقات رؤوس الأموال بين الدول) على أنها عملية لانتقال رؤوس الأموال بين الدول، تنتقل فيها من الدول التي لها فائض مالي إلى الدول التي بها عجز مالي أو فرص استثمارية، ويكون هذا الانتقال مبني على عدة متغيرات اقتصادية أهمها سعر الفائدة والربح المتوقع.

أو بمعنى آخر التدفقات المالية الدولية هي عبارة عن انتقال رؤوس الأموال من اقتصاد إلى آخر لتتحول إلى موجودات في الاقتصاد الآخر وتحقق مردوداً مالياً، سواء في شكل فوائد أو أرباح.

ثانياً: دوافع تدفقات الأموال الدولية

يمكن تشبيه التدفقات المالية بين الدول مثل انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي على المستوى الجزئي، حيث يكون هدف صاحب الفائض هو توظيف أمواله والحصول على أكبر عائد، ومن جهة أخرى لولا أن هناك طرف آخر يواجه عجز مالي وهو بحاجة إلى أموال لتمويل عجزه لما تمكن صاحب الفائض المالي من توظيف أمواله، أو بمعنى أدق حتى يتم تدفق رؤوس الأموال بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز يجب أن يكون هناك طرف يرغب في توظيف أمواله وطرف ثاني بحاجة إلى أموال لتمويل عجزه سواء كانت الأموال في صورة عينية أو نقدية.

وقد اتجه جمهور الباحثين والمفكرين الاقتصاديين المهتمين بمجال التمويل الدولي الذين تناولوا العوامل المتسببة في انتقال رؤوس الأموال بين الدول إلى نقطة مشتركة، وهي أن انتقال رؤوس الأموال بين الدول ليس مرتبطاً بعدم القدرة على توظيفها في الدولة صاحبة الأموال أو عدم وجود فرص توظيف مربحة، وإنما توجيه هذه الأموال نحو الخارج يؤدي إلى كسب أرباح وفوائد أعلى من تلك التي كانت ستتحقق داخل البلد.

وتكمن دوافع التدفقات المالية من دولة إلى أخرى في النقاط التالية²:

¹ سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الموصل، 2002، ص 74.

² أسامة علي كاظم حسين السعيد، دراسة تحليلية لأثر الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاديات البلدان العربية (مصر والأردن) حالة دراسية للمدة من 1991-2005، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، 2007، ص 39-41.

1. **تحسين معدل العائد:** إن الهدف الذي يسعى إليه كل مستثمر هو تعظيم أرباحه، فرأس المال يتجه دائما نحو الربحية الأعلى وذلك بتحركه من سوق إلى أخرى داخل حدود الدولة أو بتحركه من سوق محلية إلى سوق خارجية دولية، وهناك الكثير من العوامل التي تؤثر في تحسين معدل العائد منها:

أ. **الاستفادة من فارق الربح:** وذلك ينعكس من خلال المساهمة في الاستثمارات المباشرة لقاء ربح معين سواء كان هذا الاستثمار في مجال الصناعة الاستخراجية أو التحويلية من خلال إقامة فرع لشركة معينة في بلد آخر.

ب. **درجة السيولة:** يحاول المستثمرون في محافظ الأوراق المالية البحث عن الأسواق المالية التي تمتاز بسرعة دوران عالية لتداول الأوراق المالية فيها، أو التي يحصل المستثمر من خلالها على أرباح إضافية، ومن الطبيعي أن يبتعد المستثمرون عن الأسواق التي تنخفض فيها سرعة دوران الأوراق المالية والتي تعاني من شح في السيولة وكل هذا يقود إلى خفض معدل الربح المتوقع، ويمكن القول أن المستثمر والمقترض يبحثان دائما عن الأسواق الأكثر سيولة بغية تحقيق ربح أعلى.

2. **درجة المخاطرة:** تتجه حركات رؤوس الأموال الدولية إلى البلدان التي تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة ويقصد بالمخاطرة احتمال تحقيق عائد منخفض أقل من العائد الذي يتوقع المستثمرون تحقيقه، وهناك مخاطر متعددة هي:

أ. **مخاطر سياسية:** وتتمثل في الخوف من مصادرة رأس المال من الحكومة المحلية، إذ يتم تحويل رأس المال في هذه الحالة على شكل إيداعات في المؤسسات والبنوك الأجنبية.

ب. **مخاطر اقتصادية:** وتتمثل خصوصا بمخاطر السوق لأن تأثيرها بالغ الأهمية على عمل الشركات وخصوصا على أسعار الأوراق المالية التي تصدرها تلك الشركات، فحينما يمر السوق بفترة كساد ينعكس ذلك سلبا على أرباح الشركات وأرباح أوراقها المالية، ويحصل العكس عندما يمر السوق بفترة انتعاش.

ت. **مخاطر التدهور النقدي:** ينعكس هذا الخطر على رؤوس الأموال لأي دولة وذلك من خلال الأضرار الناتجة من انخفاض القوة الشرائية للنقود في هذا البلد نتيجة التضخم النقدي فيه، أو قيام هذا البلد بتخفيض قيمة عملته، ولهذا السبب نلاحظ قيام أصحاب رؤوس الأموال بتحويل عملة بلدانهم إلى عملات أجنبية أكثر ثباتا، إذ يطلق على هذا النوع من رؤوس الأموال النقود الساخنة، وهذه تتميز بسرعتها الفائقة على التحول والانتقال إلى الأسواق المالية في مختلف دول العالم.

3. الاعتبارات السياسية والاقتصادية: هنا تنتقل رؤوس الأموال بين الدول تبعاً لأهداف ودوافع سياسية تتصل بتوجهات الحكومة وتتخذ صوراً مختلفة منها الإعانات والمساعدات والقروض، وتهدف من خلالها التأييد والدعم لها في المحافل الدولية والدخول معها في الأحلاف العسكرية والسياسية، ووقائع التاريخ تشير إلى الكثير من هذه الدوافع، منها مساعدات مشروع مارشال الذي قدمته الولايات المتحدة الأمريكية إلى أوروبا الغربية، والتي بلغ مجموعها للمدة 1945-1965 نحو 48 مليار دولار، وحصول كوريا الجنوبية إبان الأزمة الآسيوية عام 1997 على ما يقارب نحو 59 مليار دولار أمريكي.

النقاط السابقة الذكر هي عبارة عن الأسباب الدافعة إلى انتقال رؤوس الأموال من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة، إضافة إلى هذا يوجد هناك أسباب أخرى تساهم في انتقال رؤوس الأموال بين الدول، وهذه الأسباب خاصة بالدول الفقيرة. ويمكن إيجازها في النقاط التالية¹:

1. فجوة التمويل الداخلة (المحلية): هذه الفجوة تتمثل بالفرق بين الادخارات والاستثمارات أي عجز الادخارات المحلية عن توفير التمويل اللازم للاستثمارات المطلوبة بسبب محدودية الادخارات من ناحية، وعدم توجه ما هو متاح من هذه المدخرات نحو تمويل الاستثمارات الإنتاجية من ناحية أخرى. وهناك العديد من الجوانب ذات الصلة بفجوة التمويل الداخلية والتي منها ما يلي:

أ. الحاجة الكبيرة لإقامة المشروعات الإنتاجية ومشروعات البنية التحتية نتيجة النقص الواضح والواسع لهذه المشروعات، والحاجة للمزيد منها من أجل تحقيق التطور المنشود في الدول النامية.

ب. الحاجة الكبيرة في السكان والمرتبطة بمعدل النمو السكاني المرتفع في هذه الدول، خاصة وأن المعدل يفوق عدة أضعاف معدل النمو السكاني في الدول المتقدمة، وأن حجم السكان أصلاً في العديد من الدول النامية مرتفع مقارنة بمواردها الاقتصادية، فإذا أضفنا إلى ذلك تركيب السكان غير المناسب حيث تنخفض نسبة السكان في سن العمل، وتنخفض نسبة السكان ممن يمارسون العمل وكل هذا يؤدي إلى استنفاد معظم الدخول المنخفضة من خلال الاستهلاك، وبالتالي انخفاض الادخار ومن ثم الاستثمار الإنتاجي نتيجة لذلك.

ت. الحاجة الكبيرة في هذه الدول للتوسع في الخدمات نتيجة الزيادة السكانية المرتفعة ونتيجة النقص في الخدمات، ونتيجة السعي لتحقيق تطور نسبي فيها، ونتيجة الضغط على الحكومات في هذه الدول

¹ أفليح حسن خلف، التمويل الدولي، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص 28-33.

من أجل تقديم خدمات أكبر كما ونوعاً حتى تتماشى مع كل ذلك من ناحية، وحتى تتماشى مع التطور الواسع في تقديم هذه الخدمات وبالذات في الدول المتقدمة.

2. **فجوة التمويل الخارجي:** تنشأ فجوة التمويل الخارجي في الحالة التي تكون فيها صادرات البلد أقل من وارداته، والذي معناه عجز حصيلة الصادرات عن تلبية متطلبات الاستيراد بحكم أن القدرة على الاستيراد محكومة أساساً بالقدرة على التصدير نظراً لحاجة الاستيراد للنقد الأجنبي الذي يتم الحصول عليه من خلال الصادرات، وفجوة التمويل الخارجي هذه في الدول النامية ترتبط بالعديد من الأسباب أهمها ما يلي:

أ. الحاجة الواسعة للاستيراد واللازمة لإقامة المشروعات الإنتاجية والتي تتطلبها عملية التطور في هذه الدول بسبب سعة الحاجة إلى إقامة مثل هذه المشروعات وتوسيع ما هو قائم منها، وتجديد وتحديث رأس المال المستخدم فيها، ولأن قدرة الدول النامية ضعيفة في الغالب على إنتاج متطلبات إقامة المشروعات الإنتاجية وتوسيعها وتجديد وتحديث رأس المال بسبب غياب الصناعة الرأسمالية التي توفر الآلات والمعدات اللازمة لذلك.

ب. الحاجة الواسعة لاستيراد مستلزمات الإنتاج اللازمة لتشغيل المشروعات الإنتاجية بعد إقامتها نظراً لارتفاع المحتوى الاستيرادي لمستلزمات إنتاج هذه المشروعات نتيجة ضعف صناعة مستلزمات الإنتاج، والاعتماد بنسبة كبيرة في الغالب على المستلزمات المستوردة من أجل استمرار عملية الإنتاج في هذه المشروعات، خاصة وأن المشكلة تزداد تعقيداً عند إقامة هذه المشروعات لأن عدم استيراد مثل هذه المستلزمات للمشروعات بعد إقامتها يؤدي إلى عدم الانتفاع من الطاقات الإنتاجية القائمة التي تمثلها هذه المشروعات القائمة، وبالتالي عدم الانتفاع الاقتصادي من الموارد المستخدمة فيها، وهو الأمر الذي يفرض حاجة وضرورة أكبر لاستيراد مستلزمات الإنتاج لهذه المشروعات بعد إقامتها حتى يتم تلافي عدم الانتفاع هذا.

ت. الحاجة الماسة لاستيراد السلع الاستهلاكية في ظل الزيادة السكانية المرتفعة، وفي ظل التطور النسبي في مستويات المعيشة في هذه الدول ونتيجة عجز الإنتاج المحلي عن تلبية المتطلبات الاستهلاكية في معظم الحالات، وقد يصل العجز عن تلبية الاحتياجات الاستهلاكية في بعض الدول النامية إلى مستويات مرتفعة بحيث يكاد يكون الاعتماد كلياً على تلبية متطلبات الاستهلاك عن طريق الاستيراد من الخارج رغم أن هذا الاعتماد في الغالب في حالة السلع الاستهلاكية أقل درجة من

الاعتماد في حالة مستلزمات الإنتاج وهذا أقل من درجة الاعتماد في حالة السلع الرأسمالية اللازمة للاستثمار.

كما ساعدت عوامل إضافية على ذلك، منها¹:

أ. انخفاض مرونة الطلب الدخلية، إذ أن ارتفاع مستويات الدخل لم يصاحبه زيادة الطلب بالنسبة نفسها على صادرات البلدان النامية.

ب. إتباع البلدان الصناعية المتقدمة سياسات تجارية حمائية بوجه منتجات البلدان النامية، بدعوى حماية مستوى الإنتاج والتشغيل والدخل. وهذا يعني وضع العراقيل أمام المنتجات التي تمتلك فيها هذه البلدان ميزة نسبية.

ت. تطوير بدائل صناعية بفضل التقدم العلمي والتقني وإحلالها محل منتجات البلدان النامية، مثل المواد البلاستيكية والألياف الصناعية وغيرها من المنتجات الأخرى التي مارست تأثيرها السلبي في كميات وأسعار الصادرات من المنتجات الأصلية، كالقطن والمطاط.

ثالثاً: إيجابيات وسلبيات التدفقات المالية الدولية

للوهلة الأولى يظهر لأي مبتدأ في علم الاقتصاد أن التدفقات المالية الدولية لا تحمل في طياتها إلا ما هو إيجابي، لكن في الحقيقة ليس بالضرورة أن تكون كل آثار التدفقات المالية الدولية هي آثار إيجابية، وفيما يلي سنحاول سرد أهم هذه الآثار.

1. **إيجابيات التدفقات المالية الدولية:** قبل سرد الآثار الإيجابية، لابد من الإشارة إلى أن كل من الدول المصدرة والمستقبلة للأموال تتشارك في إيجابيات هذه التدفقات المالية، ومن أهم هذه الإيجابيات ما يلي:

أ. إن حركة رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة تؤدي دوراً كبيراً في نقل المعرفة وإحداث الوفورات الخارجية، ويراها بعض الباحثين عربة لنقل التكنولوجيا من خلال استخدام التقنية المتطورة، وإشراك الأيدي العاملة الوطنية وتدريبها، فضلاً عن إمكانية الحصول على براءات الاختراع وإدخال التحسينات التقنية الجديدة من الدول الصناعية إلى الدول النامية².

¹ عدنان حسين يونس، التمويل الخارجي وسياسات الإصلاح الاقتصادي، دار المنهج للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011، ص 41.

² حسين عمر، الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000، ص 64.

- ب. تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تقلل من احتمال حدوث الأزمات المالية والعجز عن تسديد الديون وذلك مقارنة بتدفقات الديون قصيرة الأجل¹.
- ت. تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة تساهم في تمويل التنمية وذلك من خلال مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في سد فجوة الموارد المحلية وفجوة المهارات والتي تعد معيارا مهما في قياس جدوى هذه الاستثمارات، ويقاس هذا الأثر من خلال دوره في سد الفجوة بين الموارد الوطنية المطلوبة وحجم الموارد المحلية الفعلية².
- ث. تساهم في تصنيع المواد الخام المحلية، وخاصة بالدول النفطية.
- ج. تعد وسيلة مكملة للاستثمارات الوطنية الحكومية والخاصة، وذلك لأن زيادة هذه التدفقات يقلل من الضغط على المدخرات المحلية من خلال إقامتها للمشاريع الاقتصادية، وتعوض بها عن النقص الحاصل في استثماراتها المحلية التي تعاني الأقطار النامية من عجز فيها.
- ح. تبين في تقارير الأمم المتحدة أن الاستثمار الأجنبي يعمل على القضاء على البطالة المقنعة واستخدام الأيدي العاملة الماهرة ونقلها إلى الصناعة التحويلية من خلال المشاريع الجديدة للاستثمار الأجنبي المباشر³.
- خ. التأثير في الإنتاج والتوظيف بصورة إيجابية وذلك لأن الشركات الوطنية ربما لا تدرك فرص الاستثمار الوطنية المتاحة، أو أنها تدرك ذلك ولكنها غير قادرة على تنفيذها لأسباب تتعلق بضعف الإمكانيات المالية والفنية، في حين توجد لدى المستثمر الأجنبي خبرة سابقة في النشاط الاقتصادي ومعرفة أكثر بالفنون الإنتاجية والتسويقية وبذلك سيكون أكثر قدرة وكفاءة في تنفيذ المشروعات في الدول المضيفة مما يؤدي إلى خلق فرص عمل ومداخل جديدة.
- د. تجديد البنية الداخلية في الدولة المضيفة باعتبار أن المستثمر الأجنبي يمتلك الحرية في اختيار المكان الجغرافي الذي يرغب في التمركز فيه، سواء اتجه الاستثمار نحو المناطق الأقل أو الأكثر تطورا.

¹ هيل عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن حجمه ومحدداته، المؤتمر العالمي الثاني حول أهمية الاستثمارات الخارجية في التنمية وانعكاساتها على الاقتصاد الأردني، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة أربد الأهلية، عمان، 2001، ص 5.

² هيل عجمي جميل، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى البلدان النامية وآثارها المتوقعة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 28، المجلد 8، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2001، ص 53.

³ UNCTAD, *Foreign Investment in developing countries*, New York & Geneva, 1998, P 19.

ذ. الأثر على ميزان المدفوعات من خلال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة رأس المال المادي في الدولة المضيفة ينعكس بصورة إيجابية على ميزان حساب رأس المال، هذا في حال لجوء الشركات الأجنبية إلى بيع عملاتها الأجنبية للحصول على العملة الوطنية التي تحتاجها لتمويل مدفوعاتها المحلية، وكذلك تساهم في سد جزء من حاجة السوق الوطنية بتعويضها لجزء من الواردات¹.

ر. تستفيد الدولة المضيفة للاستثمار الأجنبي من الإيرادات الضريبية نتيجة زيادة الضرائب التي تفرضها على هذا الاستثمار².

ز. إضعاف قوة الاحتكار المحلي، حيث يحدث هذا الوضع إذا كانت إحدى الشركات المحلية أو عدد قليل من هذه الشركات تحتكر النشاط الاقتصادي في صناعة ما وذلك قبل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد المضيف، ولكن بعد التدفقات الواردة من رؤوس الأموال وخاصة في شكل استثمار مباشر فإنه يظهر على الساحة منافسون جدد للشركات المحلية ويستطيعون زيادة الإنتاج وخفض الأسعار في هذه الصناعة. وهكذا فإن حركة رؤوس الأموال الدولية تتخذ شكلا معاديا لسياسة التروست³.

2. **سلبيات التدفقات المالية الدولية:** بالنسبة للآثار السلبية، فهي آثار تتحملها وتدفع ثمنها اقتصاديات الدول المستضيفة لهذه التدفقات المالية دون تعرض الجهات المصدرة لهذه الأموال لأي انعكاسات سلبية، ومن أهم هذه السلبيات ما يلي:

أ. الاعتماد على تدفقات الاستثمار الأجنبي كمصدر بديل لتحقيق التنمية في البلدان النامية يؤدي إلى زيادة درجة الاعتماد الاقتصادي على الخارج، وتصبح عملية التنمية مرهونة فيها برغبة الشركات المتعددة الجنسية في تحديد واختيار أماكن الاستثمار وحجمه ونوعه، وهذا بحد ذاته من فعاليات السياسة الاقتصادية في البلد المضيف، وكذلك يؤثر على استقلالية صانعي القرارات المحلية⁴.

¹ هيل عجمي، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى البلدان النامية وآثارها المتوقعة، مرجع سابق، ص 55.
² تقي العاني، الاستثمار الأجنبي ماله وما عليه، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 3، المجلد 1، الجامعة المستنصرية، 2003، ص 10.

* التروست هو شكل من أشكال الاحتكارات حيث توضع عدة شركات تحت إشراف مشترك أو هيئة مالية مشتركة مما يحول سلطة هذه الشركات إلى المجموعات المسيطرة على الهيئة و يتحول المالكون القدامى حسب هذا النمط التسييري إلى مساهمين و يحصلون على أرباح بموجب الأسهم التي بحوزتهم.

³ علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة، ط 1، عمان، 2007، ص 262.

⁴ عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الاستثمار الدولي الجزء الرابع والخامس، ط1، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1988، ص 113.

ب. البلدان المتلقية للأموال الأجنبية الخاصة ستكون عرضة للصدمات كلما حدث اضطراب في حركة رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة¹.

ت. سيطرة الشركات المتعددة الجنسيات على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الأقطار النامية، وفقا لتقديرات عام 2001 وجد أن هناك نحو 65 ألف شركة غير وطنية وما يقارب نحو 850 ألف شركة أجنبية منتسبة لها في مختلف أنحاء العالم مما يعني تزايد ارتباط اقتصاديات الأقطار النامية باقتصاديات الأقطار المصدرة لهذه الاستثمارات، ومن هنا تتبين طبيعة الارتباط المتبادل الناشئ عن العلاقات غير المتكافئة بين التابع والمتبوع.

ث. تعمل الشركات الأجنبية الناقلة للاستثمار الأجنبي المباشر على خروج بعض الشركات الوطنية بسبب عدم قدرتها على الصمود والمنافسة مع الشركات الأجنبية.

ج. تعمل الشركات الأجنبية المستخدمة لهذه التدفقات على جلب التقنية المناسبة التي تحتاجها في تنفيذ مشاريعها وليس من أولوياتها تطوير مؤسسات البحث العلمي لأنها تعمل وفقا لاستراتيجياتها التي تخدم مصالحها²، بحيث لا يشكل خطرا على وجودها في المستقبل وكذلك تسعى هذه الشركات إلى تحقيق أعلى معدلات الربح دون الأخذ بعين الاعتبار متطلبات التنمية واحتياجات السكان في الأقطار النامية³.

ح. للاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة تأثير على عرض النقد، إذ يؤديان إلى زيادته بالطريقة التي يمكن أن تحدث ضغوطا تضخمية كبيرة خاصة في البلدان التي لا تتميز بجهاز إنتاجي مرن يواكب التغيرات الحاصلة في الطلب.

خ. يؤدي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى التقاعس في بذل الجهود في الدولة المضيفة المعنية بإحداث التنمية الوطنية المستقلة عن الخارج.

د. يهدف الاستثمار الأجنبي في أغلب الأحيان إلى تحقيق الأرباح السريعة وفي الغالب يقوم المستثمر الأجنبي بتحويل هذه الأرباح إلى الخارج مما لا يساعد على إحداث التراكم المادي في البلد المضيف.

¹ هيل عجمي جميل، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى الدول النامية وآثارها المتوقعة، مرجع سابق، ص 56.

² محمد طاقة، العولمة الاقتصادية، مطبعة السرور، بغداد، الطبعة الأولى، 2001، ص 42.

³ سعد الكواز، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وآثارها على اقتصاد البلدان النامية، المؤتمر العالمي الثاني: حول أهمية الاستثمارات الخارجية في التنمية وانعكاساتها على الاقتصاد الأردني، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اربد الأهلية، عمان، 2001.

ذ. الاستثمار الأجنبي يعرض البلد المضيف إلى عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي لكون هذا الاستثمار يتميز بسرعة التأثير والتقلب وعدم الاستقرار مما يفقد البلد النامي القدرة على اتخاذ القرار الاقتصادي والسياسي المناسب وهذا سيزيد من تبعية البلدان النامية للبلدان الرأسمالية المتقدمة وشركاتها المتعددة الجنسية (أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997 خير مثال على ذلك)¹.

ر. زيادة البطالة، حيث عندما تقوم الشركات متعددة الجنسيات بإدخال تقنياتها كثيفة رأس المال إلى الدول المضيفة فمن الممكن أن تكون هذه التكنولوجيا غير ملائمة للدولة المضيفة التي تتمتع بوفرة نسبية في الأيدي العاملة، حيث أنه من المحتمل أن تقوم الشركة الأجنبية بتعيين قدر قليل من العمال ولكنها تقوم بعزل الكثير من العمال وذلك عن طريق إخراج الشركات المحلية من ممارسة نشاطها وتصفيتها².

المطلب الثاني: أنواع وأهمية التدفقات المالية الدولية

سنحاول في هذا المطلب التطرق بجزء من التفصيل إلى أنواع التدفقات المالية الدولية ومدى أهمية هذه الأخيرة.

أولاً: أنواع التدفقات المالية الدولية

انقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة.

1. التحركات الخاصة لرأس المال: ويقصد بها تلك القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة فيها³. ويأخذ هذا النوع من التحركات أشكالاً عديدة منها ما يلي:

أ. **تسهيلات الموردين:** وتسمى أيضاً قروض المصدرين و قروض التصدير، وهي عبارة عن قروض تقدمها الشركات المنتجة وكبار المصدرين في دولة ما للمستوردين في دولة أخرى، بحيث تكون هذه القروض مشروطة بلزوم إنفاقها في شراء سلع وخدمات من البلد المانح للقروض. وهذا النوع من القروض يكون مضمون من قبل حكومة البلد المتلقي للقروض، وبأجال سداد لا تزيد عن خمس سنوات، ويحدد معدل الفائدة طبقاً لأسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية العائدة للبلد المانح⁴.

¹ تقي العاني، مرجع سابق، ص 11.

² علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سابق، ص 266.

³ هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 28.

⁴ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، ط2، عمان، 2002، ص 73، بتصرف.

ب. تسهيلات أو قروض مصرفية: وهي تسهيلات مصرفية توفرها البنوك التجارية الأجنبية الخاصة لتمويل العجز المؤقت في حصيللة الأقطار النامية المدينة من النقد الأجنبي، وتتسم بقصر أجل سدادها. وتحدد أسعار الفائدة كما هي سائدة في البلد المانح، وهي مرتفعة في الغالب لأنها تعتمد أيضا على حركة أسعار الفائدة في الأسواق الدولية ذات الإقراض قصير الأجل¹.

ت. الاستثمار الأجنبي المباشر: الاستثمار الأجنبي المباشر هو عبارة عن نقل أصول ملموسة أو غير ملموسة من بلد إلى آخر لغرض استخدامها في ذلك البلد لتوليد ثروة بالإدارة الكاملة أو الجزئية من طرف صاحب الأصول الأجنبية². ويتجلى هذا النوع من الاستثمار عندما يمتلك المستثمر الأجنبي ما لا يقل عن 10% من القوة التصويتية لمؤسسة الاستثمار المباشر³.

ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر استثمار حقيقي طويل الأجل في أصول إنتاجية، ويتضمن أن يمارس المستثمر الأجنبي درجة مهمة من التأثير على إدارة المشروع المقام في البلد الآخر غير البلد الأم، ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر من التحويلات المالية التي لا تمثل عبء المديونية، وقد تقوم بالاستثمار الأجنبي المباشر كيانات متعددة، أو مؤسسة أعمال، وبشكل عام معظم هذا الاستثمار يتم من قبل الشركات متعددة الجنسيات، حيث تمارس هذه الشركات نشاطاتها الرئيسية في بلدين على الأقل⁴.

وينطوي الاستثمار الأجنبي المباشر بدوره على عدة أنواع كما يلي⁵:

- ✓ الاستثمار المشترك.
- ✓ الاستثمارات الأجنبية المملوكة بالكامل لمستثمر أجنبي.
- ✓ الاستثمارات في المناطق الحرة.
- ✓ مشروعات الاستثمار القائمة على التجميع.
- ✓ الاستثمار في مشروعات البنية الأساسية المحولة B.O.T.

¹ عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 73.

² M. SORNARAJAH, THE INTERNATIONAL LAW ON FOREIGN INVESTMENT, THIRD EDITION, Cambridge University Press, New York, 2010, p 8.

³ OECD, International Direct Investment Statistics, OECD Publishing, 2013, p 9.

⁴ هناء عبد الغفار السامرائي، الأستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أنموذجا، بيت الحكمة ط1، بغداد، 2002، ص 14.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية - منظماتها - شركاتها - تداعياتها، الدار الإبراهيمية، الإسكندرية، 2006، ص ص 185-184.

إذن فالاستثمار الأجنبي المباشر هو عبارة عن شروع مستثمر أجنبي بالقيام باستثمار حقيقي خارج بلد إقامته، بحيث يتولى هذا الأجنبي الإدارة الكاملة أو الجزئية للمشروع في حدود مساهمته على ما لا يقل عن 10% من حصته في رأس مال المشروع.

ث. الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار المحفظة): في ظل توسع وانتشار أسواق تداول الأوراق المالية لم تعد الاستثمارات تقتصر على الأصول الحقيقية، بل تنوعت لتشمل الأصول المالية من الأسهم والسندات، وبرز شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه بالاستثمار المحفزي، والذي يشمل كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس المال. ويمكن تعريف الاستثمار المحفزي بأنه امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة أو طويلة الأجل إذا توقع أن هناك ارتفاع في القيمة على المدى الطويل¹.

وهذا النوع من الاستثمار الأجنبي يعتبر مصدر مهم للتمويل الدولي، حيث أنه تقل فيه السيطرة الأجنبية على المشروع ككل مقارنة بأنواع الاستثمار الأجنبي الأخرى، لأن الممول الأجنبي في هذه الحالة لديه حصة في الملكية فقط، وبالتالي فإن نشاط المشروع واستمراره لا يتأثر باستمرار أو عدم استمرار هذا النوع من التمويل، إلا إذا كان الإسهام في هذا المشروع بحجم كبير ويسمح بإدارة المشروع، وهذا لا يتم في الغالب لمعظم المشاريع التي يساهم فيها عدد كبير من المساهمين، ومن بينهم المساهمين الأجانب، مما يعني أن الدول النامية تستطيع الحصول على التمويل الأجنبي عن طريق هذا النوع من التمويل الدولي، كذلك بإصدارها سندات وطرحها في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، وهذا ما كانت تعمل به معظم الدول النامية سابقاً لعدم تطور هذه الأسواق فيها، أو لعدم إقبال الأجانب على التعامل في الأسواق المحلية.

وما يظهره الواقع هو أن هذا المصدر من التمويل الدولي محدود الأهمية في الدول النامية، أي أنه لا يتضمن الحصول على قدر مهم من التمويل الدولي عن طريق مختلف أنواع الأوراق المالية لأسباب عديدة منها²:

¹نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المنهج للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2007، ص ص 180-181.

²فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص ص 194-195.

✓ عدم وجود قدر كاف من المؤسسات والمشروعات التي يمكن أن تقوم بإصدار أوراق مالية، وبالذات شركات المساهمة قليلة العدد وصغيرة الحجم.

✓ ضعف درجة التنوع في الأوراق المالية التي يمكن أن تصدرها هذه الجهات والحجم المنخفض لإصداراتها.

✓ ضعف الثقة في الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية نتيجة عوامل منها صغر حجم المشروعات وضعف قدراتها المالية، وضعف كفاءة أدائها، إضافة إلى ضعف درجة الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدول النامية التي تعمل فيها هذه الجهات.

✓ المنافسة القوية التي تواجه تصريف الأوراق المالية التي تطرحها الدول النامية ومشروعاتها في أسواق رأس المال وبالذات في الدول المتقدمة، والتي تتمثل بوجود أوراق مالية في هذه الأسواق تتمتع بكفاءتها المرتفعة وأرباحها العالية، وبالشكل الذي يكون فيه الإقبال على الأوراق المالية التي تصدرها وتطرحها هذه الجهات أكبر مقارنة بالإقبال على ما يصدر من الدول النامية.

✓ القيود والإجراءات التي تفرضها الدول المتقدمة على المستثمرين عند اقتنائهم الأوراق المالية والتي تستهدف من خلالها حماية المستثمرين من المخاطرة، حيث تشترط هذه الدول الحصول على موافقة الجهات المعنية عند طرح هذه الإصدارات في أسواق رأس المال، وهذه تتضمن شروط معينة في الجهة المصدرة للأوراق المالية لا تتوفر غالبا في الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية في الدول النامية، وهو الأمر الذي يحد من قدرة الدول النامية على إصدار الأوراق المالية وتصريفها في أسواق الدول المتقدمة.

ويجسد الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أشكاله المختلفة مفهوم العولمة المالية، أخذا في الاعتبار أن العولمة المالية تتبلور في جانب كبير منها في شكل تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود بلا قيود، وتحديدًا من خلال الأموال الساخنة وهي أموال تتحرك بسرعة هائلة عبر البورصات العالمية أي أسواق راس المال الدولية. والاستثمار المالي يعد من أهم مظاهر العولمة لسببين هما¹:

السبب الأول: الحجم الهائل لقيمة المتاجرة بعناصر الاستثمارات المالية، مما أعطاه صفة الهيمنة على الاقتصاد الحقيقي منذ الستينات، ومع التسليم بأن حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات قد تضاعف عدة مرات عما كان عليه في أي وقت مضى، إذ بلغ حوالي 3 تريليون دولار سنويا، فإن

1 ستار جبار خليل، أهمية الاستثمار الأجنبي ودوره في عملية التنمية الاقتصادية، مجلة دراسات وبحوث الوطن العربي، العدد 15، الجامعة المستنصرية، 2004، ص ص 27 - 28.

حركة رؤوس الأموال الدولية فاقت هذا الرقم كثيرا، حيث في السوق الأوروبية للدولار في لندن بلغ المعدل السنوي لدوران رأس المال 75 تريليون دولار، يضاف إلى ذلك تبادل العملات في أهم مراكز المال في العالم والتي تصل إلى 35 تريليون دولار سنويا.

السبب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر يتركز في تلك الأسواق من خلال حركة الأوراق المالية عبر البورصات العالمية، وهو يتميز بحركة دائبة وسريعة تتم في لمح البصر من خلال تكنولوجيا الاتصال وشبكة الانترنت، كأنه نحلة تعمل دائما على امتصاص الرحيق، فهو يتحرك وبكميات هائلة نحو الأنشطة والأسواق التي تتسم بالانتعاش وسرعان ما يمتص رحيقها ويذهب بسرعة نحو أنشطة أخرى، وأسواق أخرى وهكذا، ولعل تجربة جنوب شرق آسيا خير دليل على ذلك بل أن ذلك يفسر بقوة أحداث وتداعيات الأزمة الآسيوية عام (1997) وأزمة البرازيل وروسيا (1999) وأزمة الأرجنتين (2001).

إذن فبشكل عام يمكننا القول أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو عبارة عن قيام مستثمر أجنبي باستثمار أموال في شراء أسهم وسندات تصدرها مؤسسات حكومية وخاصة في بلد آخر.

2. التحركات الرسمية لرؤوس الأموال: يقصد بها تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة، وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة، كما يدخل في نطاق التحركات الرسمية تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية متعددة الأطراف¹، وعلى ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أشكال مختلفة هي الأخرى منها ما يلي:

أ. **قروض حكومية ثنائية:** هي قروض يتم التعاقد عليها بين القطر الراغب بالاقتراض وحكومة القطر المانح بشكل رسمي (مفاوضات أو اتفاقيات ما بين الحكومات)، وغالبا ما تسود عملية تقديم هذه القروض اعتبارات سياسية، كأن يتوجب على القطر المقترض أن يمنح تسهيلات عسكرية للقطر المقترض أو أن يصوت لصالحه في المحافل الدولية².

ب. **قروض متعددة الأطراف:** وهي القروض والاعتمادات التي تقدمها المنظمات والهيئات الدولية والإقليمية إلى الأقطار المقترضة، وتختلف هذه القروض باختلاف الهيئات المانحة لها، إذ غالبا ما تعكس هذه الشروط وجهة نظر الأقطار الأم التي تضم تلك المنظمات، كالبنك الدولي للأعمار والتنمية وصندوق النقد الدولي.

¹ هزاع مفلح، مرجع سابق، ص ص 28-29.

² عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 71.

ويعد البنك الدولي من المنظمات المالية الدولية المهمة التي قدمت الكثير من القروض الخارجية للأقطار النامية، ومنها العربية لفترة طويلة، وأغلب القروض التي يمنحها هي متوسطة وطويلة الأجل تقدم للأغراض التنموية، أما المنظمات المالية الإقليمية فتنشئها عدد من الأقطار في منطقة معينة تهدف إلى تقديم القروض والخبرات للأقطار الأعضاء، كصندوق النقد العربي والبنك الآسيوي للتنمية والبنك الإفريقي للتنمية والبنك الأوروبي، علماً أن هناك العديد من المؤسسات المالية القطرية يقوم بتأسيسها قطر واحد مثل الصندوق العراقي للتنمية الخارجية والبنك السعودي للتنمية وبنك أبو ظبي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي¹.

ثانياً: أهمية التدفقات المالية الدولية

قد تقترض الدول من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي، والمحافظة على مستوى المعيشة عند مستوى معين، فعندما تكون الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية فإن الاعتماد على التدفقات المالية في شكل قروض ومنح يصبح أمراً لا مفر منه، ذلك أن الزيادة في الواردات عن حصيللة الصادرات يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي ولا بد من سد هذه الفجوة، إما عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة للدولة أو الاقتراض الخارجي، وعادة ما يتم اللجوء إلى الاقتراض إذا كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بسحب المزيد.

وتهدف الدول المتلقية من حصولها على رؤوس الأموال تدعيم البرامج والخطط التنموية لديها، أو مواجهة العجز في موازين مدفوعاتها وسد الفجوة بين الاستثمارات والمدخرات. ولا توجد أي دولة في العالم لم تعتمد على التمويل الخارجي في تنمية اقتصادياتها، كما قد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة، على اعتبار أن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجيا متطورة وخبرات إدارية عالية بالإضافة إلى تفاعل الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الأسواق الدولية وهو ما يعني إمكانية زيادة الإنتاج من السلع القابلة للتصدير، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين الوضع الخارجي للاقتصاد الوطني. كما أن هذه الاستثمارات بما لها من قدرات كبيرة وخبرات متميزة ودراسات تمهيدية جادة للمشروعات التي تتجه إليها قد تؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة وتوفير فرص العمل، تحسين جودة الإنتاج وزيادة الصادرات ورفع طاقة الدولة على خدمة أعباء التمويل الخارجي من المصادر الأخرى².

¹ عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 71-72.

² هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 41-42.

أما بالنسبة للجهات المانحة لرأس المال، فتلك الأموال التي تُصدرها لدول أخرى تعتبر أداة من أدوات القوة السياسية للدولة المانحة، وتعلق الدول التي تمنح قروضا رسمية لدول أخرى أهمية كبيرة على هذه القروض في تصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة فيها، ومن المعروف أن القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في التدفقات المالية الدولية

إن وجود بيئة اقتصادية تتمتع بالاستقرار والثبات من أهم العناصر الأساسية في استقطاب التدفقات المالية الدولية، لأنها مؤشرات مهمة بالنسبة للمستثمر الأجنبي، فضلا عن مساهمتها في تحرير الاقتصاد والانفتاح على العالم الخارجي والتي تعد متطلبات أساسية لاستقطاب رؤوس الأموال.

أولاً: العوامل الاقتصادية

تتأثر التدفقات المالية الدولية من الناحية الاقتصادية بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والتي يمكن حصرها في ثلاثة أقسام هي: المتغيرات النقدية، المتغيرات المالية والمتغيرات الحقيقية.

1. المتغيرات النقدية: يمكن إجمال أهم المتغيرات النقدية التي تؤثر على التدفقات المالية الدولية فيما يلي:

يلي:

أ. التضخم:

عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام معدل التضخم كأحد مؤشرات الاستقرار الاقتصادي، حيث يؤدي الارتفاع في معدل التضخم إلى تشويه المناخ الاستثماري من خلال تدني الثقة بالعملة الوطنية، وما يتبع ذلك من تأثيرات مباشرة على سياسات التسعير وتكاليف الإنتاج والأرباح ورأس المال، كما يؤدي التضخم إلى تشويه النمط الاستثماري، حيث يتجه المستثمر إلى تلك الأنشطة ذات الأجل القصير أو المضاربة في المباني أو المعادن النفيسة وابتعد عن الاستثمارات المنتجة¹. ويؤدي التضخم أيضا إلى انخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لأن التضخم ينعكس سلبا على ربحية المستثمر الأجنبي من خلال ارتفاع تكاليف ما يتم إنتاجه.

¹أفلاح خلف علي الربيعي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة علوم إنسانية، العدد 23، العراق، 2005، ص 11.

والتضخم له انعكاسات على التدفقات المالية الدولية، وتتجلى هذه الانعكاسات أثناء محاولة السلطة النقدية الحد من التضخم بإتباع سياسات تشفوية، ويمكن إيجاز أهم هذه الانعكاسات في النقاط التالية:

✓ انخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على القروض، والتي تنعكس في شكل ارتفاع تكاليف الإنتاج وانخفاض الربح المتوقع للمستثمر الأجنبي.

✓ ارتفاع سعر الفائدة من شأنه أن يرفع من تكاليف الإنتاج بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على القروض، وهذا يؤدي بالمستثمرين إلى اللجوء إلى سوق رأس المال للحصول على أموال من خلال إصدار أسهم وسندات يتم طرحها في سوق رأس المال، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في حالة ارتفاع العائد على الأسهم والسندات.

ب. سعر الفائدة:

عند التكلم عن سعر الفائدة لا بد من التمييز بين سعر الفائدة النقدي والذي هو يخص السوق النقدي، وسعر الفائدة على السندات والذي هو يخص سوق رأس المال.

بالنسبة لسعر الفائدة النقدي عند ارتفاعه فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض مما ينتج عن ذلك انخفاض الربح المتوقع للمستثمر الأجنبي وهذا يساهم في تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك سعر الفائدة النقدي لدى الدول الأجنبية المقرضة يؤثر في حجم تدفق رؤوس الأموال في شكل قروض إلى الدول التي تكون بحاجة إلى أموال، إذ في حالة ارتفاع سعر الفائدة الدائن فإن الدول المقرضة ستقترض كمية قليلة من الأموال، أما في حالة انخفاض سعر الفائدة النقد فإن الدول المقرضة ستتوسع في طلب القروض نظراً لانخفاض تكلفة الاقتراض، وهذا ما يساهم في زيادة تدفق رؤوس الأموال في شكل قروض.

وسعر الفائدة في سوق رأس المال له علاقة بالتدفقات المالية الدولية في شكل استثمار محفظي، وفي الغالب لما يحتاج المستثمرون في القطاع الحقيقي إلى أموال لتمويل نشاطاتهم، فإنهم يلجئون إلى إصدار أوراق مالية في شكل أسهم وسندات في سوق رأس المال، وفي حالة ارتفاع العائد على هذه الأوراق المالية، فإنه سيكون هناك إقبال من طرف الأجانب على شراء هذه الأوراق المالية إما بسبب ارتفاع الأرباح المتوقعة بالنسبة للأسهم، أو بسبب ارتفاع العائد على السندات الممثل في سعر الفائدة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن الحكومة تلجأ أحياناً إلى إصدار سندات الخزينة لتمويل نفقاتها،

وهذا بدوره يساعد على زيادة التدفقات المالية المحفظية نظرا لأن الاستثمار في سندات الخزينة يعتبر أفضل من الاستثمار في سندات الخواص كون أن سندات الخزينة خالية من المخاطر.

ت. سعر الصرف:

إن الأدبيات التي ناقشت العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف وتدفقات رأس المال تطرقت إلى عدة جوانب تفسر هذه العلاقة، أهمها أن التقلبات المفرطة في أسعار الصرف تخلق مخاطر عالية قد تدفع مالكي رؤوس الأموال إلى تجنب توجيه رؤوس أموالهم نحو الدولة التي تعاني أسعار صرف عملاتها من تقلبات مفرطة، وهنا ستتأثر تدفقات رأس المال بتقلبات أسعار الصرف. وقد تبني عدد من الاقتصاديين فكرة مفادها أن العديد من مالكي رؤوس الأموال يتخذون قراراتهم بناء على تحليل (العائد/التكلفة)، فإذا اعتقدوا أن أرباحهم المتوقعة قد تزيد عن كلف تقلبات أسعار الصرف (المخاطرة) فإنهم سيوجهون استثماراتهم إلى تلك الدول حتى وإن كانت هناك تقلبات في أسعار صرف عملاتها، في حين إذا ما زادت كلف تقلبات أسعار الصرف عن الأرباح المتوقعة من استثماراتهم، فتجنباً للمخاطر لن يستثمروا أموالهم في تلك الدول.

إن المؤيدين لوجهة النظر التي تؤكد على أن سعر الصرف يؤثر في تدفقات رأس المال بنو تحليلاتهم على ركائز قوية مفادها أن مالك رأس المال عندما يقرر توجيه رأس ماله إلى أية دولة يواجه أولاً سعر صرف عملة تلك الدولة وليس أي متغير آخر، في حين تأتي المتغيرات الأخرى (أسعار الفائدة ومعدل التضخم... الخ) تباعاً، ويعتقد مؤيدو هذا الرأي أن استقرار أسعار الصرف من شأنه أن يجذب رأس المال الأجنبي إذا ما توافرت فرص استثمارية مربحة، في حين تخلق تقلبات أسعار الصرف مخاطر عالية لمالكي رأس المال. وليس من الضروري أن تؤدي تقلبات أسعار الصرف إلى عزوف المستثمرين عن توجيه استثماراتهم إلى الدول التي تمتاز بتقلبات في سعر صرف عملتها، إذ أن هذه التقلبات لا تخلق مخاطر فقط، بل قد تخلق فرصاً لتحقيق الأرباح، فآثارها ليست سلبية على الدوام بالنسبة للمستثمرين الأجانب طالما أن هناك أرباحاً متوقعة تزيد عن تكاليف تقلبات أسعار الصرف (تكاليف المخاطرة)¹.

وبشكل عام هناك نوع من تدفقات رؤوس الأموال تزيد كلما كان سعر صرف هذا البلد منخفضاً، وهناك نوع من تدفقات رؤوس الأموال تزيد كلما كان سعر صرف البلد المضيف مرتفعاً. فبالنسبة

¹فواز جار الله نايف، سعدون حسين فرحان، أثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول النامية، مجلة تنمية الرادين، العدد 93، المجلد 31، جامعة الموصل، 2009، ص 180-181.

للحالة الأولى نجد أن تدفقات رؤوس الأموال في شكل استثمار مباشر تتجه نحو البلدان التي سعر صرف عملتها منخفض، وذلك نظراً لأنه في حالة انخفاض سعر صرف عملة البلد المضيف فإن منتجات هذا البلد ستبدو منخفضة الثمن في نظر الأجانب وهذا يزيد من طلب الأجانب على منتجات هذا البلد مما يؤدي إلى تحقيق المستثمر الأجنبي في البلد المضيف لأرباح معتبرة، الأمر الذي يحفز المستثمرين الأجانب على الاستثمار في هذا البلد، والعكس تماماً في حالة ارتفاع سعر صرف البلد المضيف فإن منتجات هذا البلد ستكون مرتفعة الثمن في نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض طلب الأجانب على منتجات هذا البلد وهو ما يؤدي إلى ركود أو انخفاض مبيعات المستثمر الأجنبي في البلد المضيف مما يؤدي إلى تحقيقه عائدات قليلة أو تكبده لخسائر، وهذا يؤدي إلى عزوف المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في هذا البلد. بينما في الحالة الثانية نجد أن رؤوس الأموال في شكل استثمار محفظي ورؤوس أموال المضاربيين تتجه نحو البلدان التي يكون سعر صرفها مرتفع أو من المتوقع أن يرتفع سعر صرفها، حيث كلما ارتفع سعر صرف عملة البلد المضيف فإن أرباح الأجانب المتأتية من الاستثمار المحفظي ومن المضاربة سترتفع عند تحويلها لعملة بلدهم وهذا يشجع الأجانب على توجيه أموالهم إلى هذا البلد، والعكس في حالة انخفاض سعر صرف البلد المضيف أو توقع انخفاضه، حيث يؤدي هذا إلى انخفاض قيمة عملة البلد المضيف في نظر عمالات بلدان المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أرباحهم أو تكبدهم لخسائر عند تحويل هذه الأرباح إلى عملة بلدانهم، وهذا يؤدي إلى عزوف هذا النوع من رؤوس الأموال على التدفق نحو هذا البلد المضيف.

2. المتغيرات المالية: يمكن إجمال أهم المتغيرات المالية التي تؤثر على التدفقات المالية الدولية فيما يلي:

يلي:

أ. العجز في الموازنة العامة للدولة:

عادة ما يتم اللجوء إلى استخدام عجز موازنة الدولة كمؤشر يعبر عن استقرار السياسة المالية يقاس بنسبة العجز في الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتهدف الاقتصاديات المستقرة إلى تقليص مثل هذا العجز إلى الحد الذي يمكن تمويله دون ضغوط تضخمية، ومن ثم فإن اتجاه العجز إلى الانخفاض عادة ما يؤخذ على أنه يشير إلى استقرار اقتصادي، وكما هو معروف فإن إدارة العجز في الموازنة العامة تتم من خلال الضغط على الأنفاق الحكومي، وزيادة الإيرادات في إطار السياسات

المالية التي تقررها الحكومات ومن ثم يستخدم العجز كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كأحد أهم مؤشرات هذه السياسات¹.

والعجز في موازنة الدولة له أثر على التدفقات المالية الدولية الواردة في شكل استثمار أجنبي بنوعيه، إذ تتأثر هذه الأخيرة أثناء محاولة تغطية العجز في الموازنة سواء التغطية بالتمويل التضخمي، أو إصدار أوراق حكومية ممثلة في سندات الخزينة.

والتمول التضخمي له أثر سلبي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل، حيث يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي والذي يساهم في ارتفاع معدل التضخم، وهذا يرفع من أسعار السلع والخدمات المحلية، وبهذا تنخفض الصادرات بسبب انخفاض الطلب الأجنبي، وفي هذه الحالة فإن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل ستراجع نظراً لانخفاض الأرباح.

أما تغطية العجز بإصدار سندات حكومية له أثر إيجابي على تدفق الاستثمار المحفزي إلى الداخل، إذ أن إصدار سندات حكومية وطرحها في سوق رأس المال، يؤدي إلى إقبال المستثمرين على شراء هذه السندات، وفي حالة ارتفاع العائد على هذه السندات بالنسبة للأجانب فإنه سيكون هناك طلب كبير من طرف الأجانب، والذي يتجسد في شكل استثمارات محفزية أجنبية. وقد أدت عملية تغطية العجز بإصدار سندات حكومية إلى زيادة تدفق حجم الاستثمار المحفزي إلى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ارتفع صافي شراء الأجانب للسندات الحكومية من (89.5) بليون دولار خلال عام (1993) إلى (371.6) بليون دولار في (1996)².

ب. النظام الضريبي:

تعتبر الضرائب من بين الأدوات الهامة للسياسة المالية، وفي مجال الاستثمار فإنها تلعب دور الموجه للاستثمارات، لأنها تدخل في تكوين التكاليف الاستثمارية وتقلل من مستوى العائد. وتحرص بعض الدول على تقديم عروض ضريبية للمستثمرين الأجانب بهدف تحسين جاذبيتها للاستثمارات مقارنة بالدول المنافسة من خلال سياسة الإعفاءات الضريبية. وقد خلصت دراسة قامت بها المؤسسة العربية لضمان الاستثمار إلى الحقائق التالية³:

1 فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سابق، ص 14.

2 IMF، **International capital markets**, D.C, Washington, Nov. 1997, P 4.

3 عميروش محند شلغوم، دور المناخ الاستثماري في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2012، ص 87-88.

✓ يبحث المستثمر عن الربح بشرط أن لا يتحمل في الدولة المضيفة عبئا ضريبيا زائدا عما هو مسموح بخصمه من ضرائب في دولته.

✓ يأتي ارتفاع الضرائب والرسوم ضمن المجموعة الأولى من بين العوامل المعيقة للاستثمار، وتأتي الإعفاءات الضريبية ضمن المجموعة الأخيرة من بين العوامل المحفزة للاستثمار.

ويؤثر معدل الضريبة المفروضة على عمليات بورصة الأوراق المالية في العائد على الاستثمار المحفظي، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية وعلى إيراداتها المتمثلة في أرباح الأسهم وفوائد السندات زيادة الربح الصافي للمستثمر، وهو ما يترتب عليه ارتفاع قيمة الأوراق المالية، وبالتالي يزداد معدل العائد على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يشجع المستثمرين على الاستثمار في هذه الأسواق¹.

3. المتغيرات الحقيقية:

أ. النمو الاقتصادي:

إن نمو الناتج المحلي الإجمالي السريع في القطر المضيف يحفز على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، لأن نمو الناتج المحلي يخلق في بعض الأحيان فجوة بين موارد القطر المضيف وإمكانياته الاستثمارية، وبالتالي فإن القطر المضيف سيقدم شروطا تفضيلية للاستثمار الأجنبي المباشر من أجل الشروع في تطبيق مخططاته الاستثمارية².

وأظهرت عدة دراسات أن للنمو تأثير إيجابي في جذب تدفقات رؤوس الأموال، ففي دراسة (Shan, Tian & Sun 1997) توصلوا إلى إن النمو الاقتصادي السريع في الصين كان السبب في زيادة الثقة لدى المستثمرين الأجانب للاستثمار في الصين. وهناك دراسة لـ (Compos & Kinoshita 2002) لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر لـ 25 دولة في الاتحاد الأوربي للفترة (1980 - 1998) تبين أن النمو الاقتصادي هو محدد إيجابي لجذب الاستثمار الأجنبي في هذه الأقطار³.

¹ أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 54.

² مفيد ذنون يونس، دينا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق، 2006، ص 101.

³ دينا أحمد عمر حميد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في أقطار عربية، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2005، ص 29.

كما أن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة في بلد ما يعتبر من العوامل المحفزة على الاستثمار في أسواق هذه الدول، إذ أنها تعني حدوث تغييرات ايجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي، وهو ما يسبب ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأدوات، ومن ثم زيادة الإقبال عليها من طرف المستثمرين الأجانب في المحفظة¹.

ب. الادخار المحلي:

هناك ريان حول تأثير الادخار المحلي على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل²:

✓ إن ارتفاع المدخرات يؤدي إلى زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي زيادة الاستثمارات الأجنبية.

✓ إن الاعتماد المتزايد لبعض الأقطار على الاستثمارات الأجنبية لتمويل التنمية جعلها تتماطل في تعبئة المدخرات المحلية مما أدى إلى ارتفاع حجم الإنفاق الاستهلاكي وانخفاض حجم الادخار، الأمر الذي أدى إلى ظهور العلاقة العكسية بين الادخار المحلي والاستثمار الأجنبي.

ت. ميزان المدفوعات:

يعتبر رصيد ميزان المدفوعات من ضمن المؤشرات الهامة التي تعكس الوضعية الاقتصادية الكلية لأي بلد، لذا يهتم المستثمر الأجنبي بوضعيته، فإذا كان يعاني من عجز فمن الممكن أن يتخذ البلد إجراءات تقييدية بغية تعديله قد لا تكون في صالح المستثمر الأجنبي، كمنع تحويل الأرباح أو فرض رسوم جمركية مرتفعة، وهذا من شأنه إعاقة عملية الاستثمار.

ثانياً: العوامل غير الاقتصادية

1. العوامل السياسية، الاجتماعية والثقافية:

تشكل هذه العوامل أحد النواحي الجوهرية في قرار المستثمر الأجنبي، باعتبارها انعكاساً مباشراً لمدى استقرار مناخ الاستثمار، وهي تشمل³:

أ. **الاستقرار السياسي:** تتوقف التدفقات المالية الدولية التي هي في شكل استثمار على مدى توفر الاستقرار السياسي، إذ لا يمكن تصور انتقال رؤوس الأموال إلى بيئة فاقدة لهذا الشرط حتى في ظل ارتفاع المردودية المتوقعة من عملية الاستثمار، ويعود ذلك إلى:

¹ أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 52.

² مفيد ذنون يونس، دينا أحمد عمر، مرجع سابق، ص 105.

³ عميروش محند شلغوم، مرجع سابق، ص ص 82-84.

✓ اتصاف رأس المال بالحذر والخوف الشديد(رأس المال جبان)، وبالتالي فهو يبحث عن الأمان والاستقرار.

✓ تتطلب عملية استثمار رؤوس الأموال الأجنبية مدة زمنية متوسطة أو طويلة الأجل لكي يتمكن المستثمر الأجنبي من تغطية تكاليفه وتحقيق الأرباح.

ب.العلاقات الاجتماعية والثقافية: تنشأ في إقليم أي دولة علاقات اجتماعية وثقافية، فالقدرة على تسهيل اندماج المستثمر الأجنبي في الوسط الاجتماعي والثقافي للدولة المضيفة لابد أن يكون من ضمن اهتمامات حكوماتها نظرا لتركيز المستثمر الأجنبي على نمط المعيشة، نوعية التعليم، مستوى الخدمات الصحية وتكلفتها، توفر دور الثقافة، معدل الفقر، معدل البطالة، العادات والتقاليد، نشاطات النقابات العمالية، اللغات المستعملة، مستوى الجريمة، التفاوت المسجل في توزيع الدخل، مدى تفضيل المستهلكين بالدول المضيفة للمنتج الوطني على غيره ومستوى ترحيبهم بالأجانب ككل.

ولابد للدول المضيفة أن تلعب الدور المنوط بها في توفير الأمن والاستقرار الاجتماعيين، ونشر الطمأنينة بين أفراد المجتمع، وتهيئة الرأي العام للتعامل الايجابي مع المستثمر الأجنبي، ومحاربة الفقر والجريمة، وتعميم التعليم ورفع نوعيته، وفتح دور الثقافة، وتحسين الخدمات الصحية.

2. الإطار التشريعي والتنظيمي:

إذا كان للعوامل السابقة أهمية بالغة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، فإن العوامل القانونية والتنظيمية تلعب دورا مكملا لها ولا تقل أهمية عنها، فوجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن وفعال وقادر على التكيف باستمرار مع المتغيرات المحلية والدولية، يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات المالية وزيادة المنافسة داخل السوق من ناحية، وتوفير الحماية التأمينية للمستثمرين من ناحية أخرى. وهو ما يزيد ثقة المستثمر ويؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل.

3. التحفيزات:

إن الحوافز التي تمنحها الدول للمستثمر الأجنبي لها أيضا دور مهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، لاسيما عندما تمنح هذه الحوافز لتكون عوضا عن انعدام المزايا النسبية الأخرى في الدول المضيفة للاستثمار، ويمكن تلخيص هذه الحوافز في الأنواع التالية¹:

¹أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص ص 39-40.

أ. **حوافز مالية:** وتتمثل في الحوافز الضريبية بصفة أساسية ومن أهم أشكالها الإعفاءات الضريبية المؤقتة، إعفاء السلع الرأسمالية المستوردة من الرسوم الجمركية أو من ضرائب الواردات الأخرى، بالإضافة إلى حوافز التصدير، علاوة على الحوافز الخاصة التي تطبق لتشجيع الاستثمار في المناطق الحرة لكل مراحل الصادرات.

ب. **حوافز تمويلية:** تتمثل الأنواع الأساسية منها في الإعانات الحكومية المباشرة التي تمنح لتغطية جزء من تكلفة رأس المال، الإنتاج، وكذلك مشاركة الحكومة في ملكية أسهم المشروعات الاستثمارية التي تتضمن مخاطر تجارية مرتفعة، تأمين حكومي بمعدلات تفضيلية لتغطية أنواع معينة من المخاطر مثل مخاطر تغير أسعار الصرف أو المخاطر غير التجارية مثل التأمين والمصادرة.

ت. **حوافز أخرى:** تشمل المعاملة التفضيلية للمستثمر الأجنبي في مجالات الصرف الأجنبي مثل ضمان تحويل رأس المال والأرباح إلى الخارج، تزويد المستثمر بالخدمات الأساسية مثل تزويد المستثمر بمعلومات عن السوق، توفير المواد الخام، وهذه الحوافز تسهم في تحقيق معدل عائد مرتفع.

المبحث الثالث: محددات الاستثمار الأجنبي وعلاقته بسعر الفائدة النقدي

أظهرت لنا النظريات الاقتصادية والعديد من الأبحاث الاقتصادية التي تم إجرائها حول الكثير من الدول أن هناك عوامل كثيرة هي إما بمثابة عوامل مستقطبة للاستثمار الأجنبي أو عوامل معرقة له، ومن بين تلك العوامل عامل سعر الفائدة النقدي، حيث يعتبر هذا الأخير أداة فعالة تستعملها السلطة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، ولما كان سعر الفائدة النقدي له أثر كبير في حجم الاستثمار المباشر المحلي منه والأجنبي الوارد، وكذلك الاستثمار المحفظي المحلي منه والأجنبي الوارد. وباعتبار أن هذين النوعين من الاستثمار الأجنبي يتدفقان بكميات ضخمة بين الدول، سنحاول في هذا المبحث التركيز على علاقة سعر الفائدة بهذين النوعين من الاستثمار الأجنبي وهذا بعد التطرق إلى أهم محددات الاستثمار الأجنبي بنوعيه.

المطلب الأول: أهم محددات الاستثمار الأجنبي حسب النظريات والبحوث الاقتصادية

بعد أن رأينا بشكل عام بعضاً من محددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية في المبحث السابق، ونظراً لأن دراستنا هذه تعتمد على نوعين من التدفقات المالية الدولية هما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر سنحاول فيما يلي التركيز على العوامل المستقطبة لهذين النوعين من التدفقات المالية.

أولاً: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

1. النظريات الاقتصادية المحددة للاستثمار الأجنبي المباشر:

هناك العديد من النظريات الاقتصادية التي تناولت محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي من بينها نظرية عدم كمال السوق، نظرية الحماية، نظرية دورة حياة المنتج، نظرية الموقع ونظرية الموقع المعدلة.

أ. نظرية عدم كمال السوق:

تم بناء هذه النظرية على فرضيات مفادها أن عدم قدرة الشركات الوطنية بالدول المضيفة على منافسة الشركات الأجنبية تكنولوجياً أو إنتاجياً أو مالياً أو إدارياً... الخ يمثل أحد المحفزات الأساسية التي تكمن وراء قرار هذه الشركات الأجنبية بالاستثمار في الدول المضيفة. ويرى كل من Parry & Caves أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى توافر بعض المزايا أو امتلاك بعض الخصائص والموارد لدى الشركات متعددة الجنسيات بالمقارنة مع نظيرتها الوطنية في الدول المضيفة، وهذا يعني أن الدافع وراء قيام الشركات متعددة الجنسيات بالاستثمار في الخارج هو تمتعها بميزة احتكارية معينة تستطيع الاستفادة منها في الدول المضيفة¹.

ب. نظرية الحماية:

تقوم نظرية الحماية على أساس أن الشركة متعددة الجنسيات تستطيع تعظيم عوائدها إذا استطاعت حماية الكثير من الأنشطة الخاصة كتلك الأنشطة الخاصة بالبحوث والتطوير والابتكارات وأي عمليات إنتاجية أو تسويقية أخرى جديدة. ولكي تحقق الشركة هذا الهدف، فإن هذا يستلزم قيامها بممارسة أو تنفيذ الأنشطة المشار إليها داخل الشركة أو بين المركز الرئيسي والفروع في الأسواق أو بالدول المضيفة بدلاً من ممارستها في الأسواق بصورة مباشرة².

ت. نظرية دورة حياة المنتج:

تم بناء هذه النظرية على فرضية مفادها أن الميزة النسبية التي تتمتع بها إحدى الدول في إنتاج منتجات معينة يمكن أن تنتقل من دولة لأخرى بمرور الزمن، وذلك نظراً لأن هذه المنتجات تمر بدورة حياة والتي تنقسم إلى ثلاث مراحل، حيث يتم في المرحلة الأولى اختراع المنتج الجديد وإنتاجه وبيعه

¹ عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003، ص 394-399.

² عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، نفس المرجع، ص 399.

في الدولة المبتكرة ثم تصدير المنتج إلى دول أخرى، وفي المرحلة الثانية يتزايد الطلب الخارجي على هذا المنتج مما يعطي الفرصة للإنتاج بحجم كبير، كما تزداد المنافسة بين المنتجين مما يدفعهم إلى القيام بالاستثمار المباشر في الخارج لتدعيم مركزها الاحتكاري. بينما المرحلة الثالثة تتميز باشتداد المنافسة وتصبح التكنولوجيا أكثر نمطية، وتميل المنتجات لأن تكون كثيفة العمالة، كما تصبح اعتبارات التكلفة بمثابة العنصر الأساسي في تقرير مواقع الإنتاج، مما يدفع الشركات المنتجة للقيام بالاستثمار في الدول النامية الأقل تكلفة، بحيث تستخدم هذه الدول كقاعدة تصدير إلى الدولة الأم وإلى الدول المتقدمة الأخرى، حتى تتمكن الشركة الأصلية من حماية أرباحها والمحافظة على نصيبها الكبير في السوق¹.

ث. نظرية الموقع:

تركز هذه النظرية على الدوافع والعوامل التي تدفع الشركات متعددة الجنسيات إلى الاستثمار في الخارج، وهي الدوافع المتعلقة بالمزايا المكانية للدول المضيفة للاستثمار، وتشمل هذه العوامل كافة العوامل المرتبطة بتكاليف الإنتاج والتسويق والإدارة بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالسوق وذلك على النحو التالي²:

- **العوامل المرتبطة بالسوق:** مثل حجم السوق ومدى اتساعها ونموها في الدول المضيفة.
- **العوامل التسويقية:** مثل درجة المنافسة، مدى توافر منافذ التوزيع ووكالات الإعلان.
- **العوامل المرتبطة بالتكاليف:** مثل القرب من المواد الخام، مدى توافر الأيدي العاملة، انخفاض تكلفة العمالة، مدى انخفاض تكاليف النقل والمواد الخام والسلع الوسيطة والتسهيلات الإنتاجية الأخرى.
- **ضوابط التجارة الخارجية:** مثل التعريفات الجمركية، نظام الحصص، القيود الأخرى المفروضة على التصدير والاستيراد.
- **العوامل المرتبطة بمناخ الاستثمار:** مثل مدى قبول الاستثمارات الأجنبية في البلد المضيف، الاستقرار السياسي، مدى استقرار سعر الصرف، نظام الضرائب، توفر البنية الأساسية، القيود المفروضة على ملكية الأجانب الكاملة لمشروعات الاستثمار.
- **الحوافز والامتيازات والتسهيلات التي تمنحها الحكومة المضيفة للمستثمرين الأجانب.**

¹أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص ص 28-29.

²أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 32.

- عوامل أخرى: مثل الأرباح المتوقعة، المبيعات المتوقعة، الموقع الجغرافي، مدى توافر الموارد الطبيعية، القيود المفروضة على تحويل الأرباح ورؤوس الأموال.

ج. نظرية الموقع المعدلة:

يرجع الفضل في تقديم هذه النظرية إلى رويوك وسيموندس، حيث اقترحا أن الأعمال والاستثمارات الدولية والأنشطة المرتبطة بها تتأثر بثلاث مجموعات من العوامل يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

جدول رقم 1-1: العوامل الشرطية والدافعة والحاكمة للاستثمارات الأجنبية

العوامل المحددة	أمثلة
العوامل الشرطية: أ. خصائص المنتج/السلعة: ب. الخصائص المميزة للدولة المضيفة:	مثل نوع السلعة، استخدامات السلعة، درجة حداثة السلعة، متطلبات الإنتاج للسلعة (الفنية والمالية والبشرية)، خصائص العملية الإنتاجية... الخ. مثل طلب السوق المحلي، نمط توزيع الدخل، مدى توفر الموارد البشرية والطبيعية، مدة التقدم الحضاري، خصائص البيئة السياسية الاقتصادية... الخ.
ت. العلاقات الدولية للدولة المضيفة مع الدول الأخرى:	مثل نظم النقل والاتصالات بين الدول المضيفة والدول الأخرى، الاتفاقات الاقتصادية والسياسية التي تساعد على حرية أو انتقال رؤوس الأموال والمعلومات والبضائع والأفراد، التجارة الدولية... الخ.
العوامل الدافعة: أ. الخصائص المميزة للشركة:	مثل مدى توافر الموارد المالية والبشرية والفنية أو التكنولوجية، حجم الشركة.

مثل المقدرة النسبية للشركة على المنافسة ومواجهة التهديدات والأخطار التجارية...الخ.	ب. المركز التنافسي:
مثل القوانين واللوائح الإدارية، نظم الإدارة والتوظيف وسياسات الاستثمار، الحوافز الخاصة بالاستثمارات الأجنبية...الخ.	العوامل الحاكمة: أ. الخصائص المميزة للدولة المضيفة:
مثل القوانين واللوائح والسياسات الخاصة بتشجيع تصدير رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية، المنافسة، ارتفاع تكاليف الإنتاج.	ب. الخصائص المميزة للدولة الأم:
مثل الاتفاقيات المبرمة بين الدولة المضيفة والدولة الأم، المبادئ والمواثيق الدولية المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية بصفة عامة.	ت. العوامل الدولية:

المصدر: عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مرجع سابق، ص 405.

2. بعض الدراسات التي تناولت محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

أ. دراسة 1998 saskia k.s wilhelms:

في دراسة قام بها الباحث حول تحليل العناصر المحددة لجذب الاستثمار الأجنبي في 67 دولة نامية للفترة 1978-1995، وتوصل إلى أن هناك مجموعة من المتغيرات التي لها علاقة بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وهي كما يلي¹:

✓ التكيف الحكومي:

التكيف الحكومي يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر لأنه يقلص عدم الاستقرار الاقتصادي، السياسي، القانوني والإداري وبالتالي يقلص من درجة الخطر. ويتم قياس التكيف الحكومي بالمتغيرات التالية:

¹فريد كورتل، عبد الكريم بن عراب، أشكال ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر مع الإشارة لواقعه بالدول العربية وبعض البلدان النامية، المؤتمر العلمي الخامس حول نحو مناخ استثماري وأعمال مصرفية إلكترونية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 4-5 جولية 2007.

- **الانفتاح الاقتصادي:** إن زيادة الانفتاح الاقتصادي يساهم في زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، ويقصد بالانفتاح الاقتصادي أن الأسواق حرة أي هناك تدخل ضعيف للدولة في الأسواق، وأن نظام التصدير والاستيراد مفتوح.

- **النزاهة والشفافية القانونية والإدارية:** إن إبطال العقود من طرف الحكومة، المصادرة، الرشوة وسط الحكومة، احترام القانون وحالة العدالة ونوعية الوظيفة العمومية كلها عوامل تؤثر في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ولكن حالة العدالة والمستوى المنخفض للرشوة لها ارتباط إيجابي أكثر قوة مع الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بالمتغيرات الأخرى وذلك لأن هذين المتغيرين لهما تأثير مباشر على عمليات الاستثمار، فالرشوة مثلا يشعر بها المستثمر الأجنبي بمجرد وصوله إلى الميناء كما أن حالة العدالة تبين أن احتمال إبطال العقود من طرف الحكومة هو ضعيف وأن حقوق المستثمر محمية من طرف القانون.

✓ **تكيف السوق:**

الأسواق التي تعمل جيدا تزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، ويتم قياس مدى تكيف السوق بالمتغيرات التالية:

- **التكيف الإجمالي للسوق:** يقاس التكيف الإجمالي للسوق بالنتائج المحلي الإجمالي لكل فرد، وكذلك بالعدد الإجمالي للسكان. فالنتائج المحلي الإجمالي لكل فرد يدل على مستوى التطور الاقتصادي وإنتاجية الاقتصاد، أما العدد الإجمالي للسكان فيبين حجم السوق. ومن خلال الدراسة المشار إليها سابقا تبين أن هناك ارتباط سلبي بين الاستثمار الأجنبي والنتائج المحلي الإجمالي لكل فرد، مما يعني أن الاستثمار الأجنبي المباشر يقبل درجة ضعيفة للتطور الاقتصادي وهذا ما يثبتته الواقع العملي حيث نلاحظ وجود الاستثمار الأجنبي المباشر حتى في البلدان ذات الدخل المنخفض.

أما فيما يخص العدد الإجمالي للسكان فهناك ارتباط إيجابي بين هذا المتغير والاستثمار الأجنبي المباشر ولكنه ارتباط ضعيف جدا مما يعني أن السوق الكبير له أثر إيجابي خفيف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. هذه النتيجة تقند ما تفترضه العديد من النظريات بأن بعد السوق له أثر قوي على الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن هذا لا يلغي أهمية حجم السوق بالنسبة للمستثمر الأجنبي.

- نسبة عدد سكان المدن من إجمالي السكان: نتائج الدراسة بينت أن هناك ارتباط إيجابي قوي بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتمدن. فحسب المستثمرين الأجانب، فإن الآثار السلبية للازدحام كالتلوث والاحتفاظ السكاني تعوض بالآثار الإيجابية للتجمع السكاني كسهولة الوصول إلى المؤسسات السياسية والمالية، هياكل قاعدية أفضل، يد عاملة أكثر تنوع وأكثر اتساع و الحصول على الطاقة، زد على ذلك أن الاستثمار الأجنبي المباشر له اتجاه إلى التركز في عاصمة البلد خصوصا في البلدان التي لها هياكل قاعدية ضعيفة.

- كثافة سكان الأرياف: كثافة سكان الأرياف هو مرتبط إيجابيا مع الاستثمار الأجنبي المباشر أي أن هذا المتغير يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر لأن كثافة سكانية كبيرة في الأرياف تعني تطوير الهياكل القاعدية لهذه المناطق ودمجها ضمن المناطق الحضرية.

✓ تكيف سوق السلع والخدمات:

ويتم قياس مدى تكيف سوق السلع والخدمات بـ:

- التجارة (نسبة مئوية من PNB): هناك ارتباط إيجابي قوي بين حجم التجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر. بعبارة أخرى، المستثمر الأجنبي يفضل حرية التبادل على الحواجز التجارية، مما يعكس رغبته في استيراد العناصر الداخلة في الإنتاج وتصدير المنتجات بشكل سريع وفعال. وهنا الارتباط الكبير بين التجارة والاستثمار الأجنبي، يعيد النظر في المفهوم الذي اعتبر أن الاستثمار الأجنبي يستفيد من الحواجز التجارية، بمعنى أن الأجانب يستفيدون من الأنظمة المحلية لإحلال المنتجات المستوردة.

- الإيرادات الضريبية (كنسبة من PNB): الإيرادات الضريبية المرتفعة لها ارتباط سلبي قوي مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. والآخر الشديد والسلبى للضرائب المرتفعة على الاستثمار الأجنبي يفسر بأن الضرائب مهما كان شكلها تؤثر على أعمال المستثمر الأجنبي، ومن المعروف أن في البلدان النامية الجزء الأكبر من الإيرادات الضريبية تأتي من الضرائب التجارية مما يؤثر بشدة على عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يعتمد على التصدير والاستيراد.

✓ تكيف سوق رأس المال:

ويتم قياس مدى تكيف سوق رأس المال بـ:

- القرض المحلي الممنوح من طرف القطاع البنكي (كنسبة مئوية من PNB): القروض الممنوحة للقطاع الخاص لها ارتباط إيجابي مع الاستثمار الأجنبي المباشر أي أن منح القروض يعمل على زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر.

- الاستعمال التجاري للطاقة: الاستعمال التجاري للطاقة له ارتباط قوي مع الاستثمار الأجنبي المباشر، فالمستثمرون الأجانب انشغالهم الأساسي فيما يخص الهياكل القاعدية هو الحصول على الطاقة ووسائل الاتصال، وبالتالي فإن عامل الطاقة يمكن أن يعتبره المستثمر الأجنبي كتعويض عن الهياكل القاعدية الضعيفة.

✓ التكيف فيما يخص التعليم:

إن النسبة المرتفعة للتعليم تعني وجود يد عاملة متعلمة وهذا مما يزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ التكيف الاجتماعي الثقافي:

ويقصد بذلك التصرفات والاتجاهات المحلية للبلد المضيف القادرة على التأثير في سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر.

ب.دراسة المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: لقد قامت هذه المؤسسة بدراسة قامت من خلالها بتقسيم العوامل المحفزة للاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاث مجموعات من حيث ترتيب أهميتها في التأثير على قرار المستثمر وذلك على النحو التالي¹:

✓ المجموعة الأولى وتشمل:

- تمتع القطر المضيف بالاستقرار الاقتصادي والسياسي.
- حرية تحويل الأرباح للخارج.
- استقرار أسعار الصرف.
- سهولة إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية.

✓ المجموعة الثانية وتشمل:

- إمكانية تحقيق عائد مرتفع للاستثمار.
- الإعفاء من الضرائب والرسوم الجمركية.

¹تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 1993.

- وضوح واستقرار القوانين المنظمة للاستثمار.

- توافر البنية الأساسية وعناصر الإنتاج.

✓ المجموعة الثالثة وتشمل:

- حرية التنقل.

- حرية التصدير.

- توافر فرص استثمارية.

ت. دراسة الاونكتاد 1998:

استعرض تقرير الاستثمار العالمي لعام 1998 بعض النتائج التي توصل إليها فيما يتعلق بأهم العوامل التي تؤثر في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وباستقراء الأدبيات التطبيقية ركز تحليل الاونكتاد على العوامل المفسرة التي استخدمتها معظم الدراسات والتي اشتملت على ما يلي¹:

✓ حجم القطر المستقبلي للاستثمار أو بالأحرى حجم السوق المحلي، ويقاس هذا المتغير بالنتائج المحلي الإجمالي الاسمي للقطر.

✓ معدل النمو الاقتصادي للقطر المستقبلي للاستثمار، ويقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للقطر، حيث يستخدم كعامل للتنبؤ بالسوق المحلي المستقبلي للقطر.

✓ متوسط دخل الفرد، ويقاس كمتوسط الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد ويستخدم كعامل لقياس الطلب الفعال على السلع والخدمات.

ث. دراسة 2004 David E. Bloom AND David Canning Marcella Alsan:

هي دراسة جاءت بعنوان «THE EFFECT OF POPULATION HEALTH ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT» ، حيث قام فيها الباحثون بدراسة أثر المستوى الصحي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى 74 دولة خلال الفترة 1980-2000، واعتمدوا في ذلك على بناء نموذج اقتصادي شمل العديد من المتغيرات المفسرة لسلوك الاستثمار الأجنبي المباشر والتي تمثلت في إجمالي السكان، الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد، الانفتاح التجاري، المستوى الصحي (متوسط العمر المتوقع عند الولادة)، البنية التحتية (خطوط الهاتف لكل 1000 شخص، المسافة إلى الأسواق)، التعليم (النسبة المئوية للسكان الذين تتراوح أعمارهم بين 25 أو أكثر

¹ WORL INVESTMENT REPORT, 1998.

من الذين أتموا التعليم الثانوي)، نوعية البيروقراطية، الفساد الحكومي. وقد توصل الباحثون إلى نتيجة مفادها أن التحسن في سنة واحدة للعمر المتوقع يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 9% إلى الدول ذات الدخل المنخفض والمتوسط، أما بقية المتغيرات فلا تأثير لها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر¹.

ج.دراسة & Ramessur-Seenarain Taruna Seetanah Boopen, Rojid Sawkut, Sannasse Vinesh 2009:

هي دراسة قام بها الباحثون حول «**Determinants of FDI: Lessons from African Economies**» تم فيها إجراء بحث حول 20 دولة أفريقية خلال الفترة 1990-2005 من أجل تحديد العوامل التي تستقطب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا، حيث تم بناء نموذج اقتصادي شمل متغيرات مستقلة هي كثافة الموارد الطبيعية، حجم السوق، تكلفة العمل (الأجر)، رأس المال البشري، الانفتاح التجاري، عدم الاستقرار السياسي، ومتغير تابع هو الاستثمار الأجنبي المباشر. وخرجت هذه الدراسة بمجموعة من النتائج يمكن توضيحها في النقاط التالية²:

- وفرة الموارد الطبيعية تساهم في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.
- الانفتاح التجاري له تأثير ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
- حجم السوق المحلية ومخزون رأس المال البشري تلعب دورا ايجابيا في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.
- كل من عدم الاستقرار السياسي وتكلفة العمل لهما أثر سلبي على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الدول محل الدراسة.

ح.دراسة John C. Anyanwu 2011:

هي دراسة قام بها الباحث بعنوان «**Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa, 1980-2007**» ، قام فيها ببناء نموذج اقتصادي ليقوم بعدها بتقدير أثر

¹ Marcella Alsan, David E. Bloom AND David Canning, **THE EFFECT OF POPULATION HEALTH ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT**, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper 10596, Cambridge, June 2004.

² Rojid Sawkut, Seetanah Boopen, Ramessur-Seenarain Taruna & Sannasse Vinesh, **Determinants of FDI: Lessons from African Economies**, Journal of Applied Business and Economics, Vol. 9, No. 1, Canada, 2009.

العوامل المفسرة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا خلال سنوات الدراسة، وقد شمل النموذج الاقتصادي الذي قام ببنائه المتغيرات التالية¹:

✓ **المتغيرات المستقلة:** واشتملت على نسبة السكان الحضر من إجمالي السكان، الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد، الانفتاح التجاري، القروض الممنوحة للقطاع الخاص، التضخم، سعر الصرف، البنية التحتية، نفقات الاستهلاك الحكومي، التحويلات الدولية، حجم الاستثمار الأجنبي المباشر للسنة ن-1، صادرات النفط.

✓ **المتغير التابع:** وتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر.

وبعد تقدير واختبار النموذج الذي قام ببنائه توصل إلى مجموعة من النتائج يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- أن هناك علاقة ايجابية بين حجم السوق (السكان الحضر) وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا.

- الانفتاح التجاري له تأثير ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

- حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص له أثر سلبي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا.

- نفقات الاستهلاك الحكومي لها أثر ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا.

- التحويلات الدولية لها أثر ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا.

- الموارد الطبيعية والتي أهمها النفط تستقطب الاستثمار الأجنبي المباشر بكثرة إلى إفريقيا.

- سعر الصرف له أثر سلبي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إفريقيا.

خ. دراسة Chingarande Anna 2012:

هي دراسة قامت بها الباحثة بعنوان « **The impact of interest rates on foreign direct investment: A case study of the Zimbabwean economy** » ، حيث قامت ببناء نموذج اقتصادي شمل العديد من المتغيرات المستقلة التي هي بمثابة محددات للاستثمار الأجنبي المباشر، تمثلت في الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة على القروض، التضخم، سعر الصرف،

¹ John C. Anyanwu, **Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa 1980-2007**, African Development Bank group, Working Papers No 136- September 2011.

تكلفة العمل (الأجور)، عدم الاستقرار السياسي. وبعد تقدير النموذج توصلت الباحثة إلى النتائج التالية¹:

- أن سعر الفائدة الدائن ليس له أي أثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى زيمبابوي.
- الناتج المحلي الإجمالي له أثر ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
- أن التضخم ليس له أي أثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
- سعر الصرف ليس له أثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
- تكلفة العمل لها أثر سلبي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.
- عدم الاستقرار السياسي له اثر سلبي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ثانياً: محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

قام العديد من الباحثين في مجال الاقتصاد بدراسة العوامل المستقطبة والمعرقة لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بين الدول، حيث قاموا ببناء نماذج اقتصادية ليقوموا بعدها بمحاولة قياس أثر متغيرات النموذج المفسرة لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وخرجوا بعدة نتائج تحددت من خلالها أهم المتغيرات المفسرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر تكاد كلها تتمحور حول نفس المتغيرات المفسرة. وفيما يلي أهم الدراسات الاقتصادية على المستوى الدولي التي تناولت محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

1. دراسة REETIKA GARG and PAMI DUA 2013:

وهي دراسة جاءت بعنوان « **Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis** » حيث قام فيها الباحثان ببناء نموذج اقتصادي شمل العديد من المتغيرات التي هي بمثابة متغيرات مفسرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، وتمثلت هذه المتغيرات المفسرة في أداء سوق الأسهم المحلية، سعر الصرف، الجدارة الائتمانية (الاحتياطي نسبة إلى الواردات)، العامل الإقليمي (مؤشر Morgan Stanley Capital International)، أسعار الفائدة على السندات، الناتج المحلي الإجمالي. وبعد تقدير هذا النموذج توصلوا إلى النتائج التالية²:

¹ Chingarande Anna, **The impact of interest rates on foreign direct investment: A case A case study of the Zimbabwean economy**, International Journal of Management Sciences and Business Research, Vol. 1, No. 5, England, 2012.

² REETIKA GARG and PAMI DUA, **Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis**, Centre for Development Economics, Working Paper No. 225, 2013. www.cdedse.org.

كل من الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف أداء سوق الأسهم المحلية وأسعار الفائدة على السندات تلعب دورا مهما في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الهند.

2. دراسة Haizhen Yang, Yuan Xiong and Yujing Ze: 2013

هي دراسة جاءت تحت عنوان «A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asian and Latin American Emerging Countries» ، حيث قام فيها الباحثون بدراسة مقارنة لمحددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى مجموعة من الدول الناشئة، تمثلت في 6 دول آسيوية و 7 دول من أمريكا اللاتينية خلال الفترة 1981-2011، وركزت هذه الدراسة على نوعين من تدفقات رؤوس الأموال هما الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، حيث قام الباحثون ببناء نموذجين اقتصاديين لكل نوع من التدفقات، تمثلت المتغيرات المفسرة لنموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الناتج المحلي الإجمالي، الانفتاح التجاري، التعمق المالي، سعر الفائدة على السندات، معدل العائد لسوق الأسهم، مخاطر تقلب سوق الأوراق المالية، سعر الصرف. وبعد تقدير النموذج تم التوصل إلى النتائج التالية¹:

- معاملات سعر الفائدة على السندات والناتج المحلي الإجمالي غير معنوية عند المستويات الثلاثة، مما يعني أن هذين المتغيرات تأثيرهما في تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الدول محل الدراسة يكاد ينعدم.

- بالنسبة للدول الآسيوية الناشئة، التغير في سعر الصرف ومخاطر سوق الأوراق المالية يلعبان دورا مهما في التأثير على تدفقات الاستثمار المحفظي.

- وبالنسبة لدول أمريكا اللاتينية تبين أن التعمق المالي يؤثر إيجابا على تدفقات الاستثمار المحفظي إلى هذه الدول.

3. دراسة Ekeocha, Patterson Chukwumeka Ekeocha, Chidinma Stella

:2012 Malaolu, Victor Oduh, Moses Onyema

هي دراسة جاءت تحت عنوان «Modelling the Long Run Determinants of Foreign Investment in Nigeria» Portfolio ، حيث قام فيها الباحثون ببناء نموذج اقتصادي بهدف تحديد المتغيرات التي تأثر في سلوك الاستثمار المحفظي الوارد إلى نيجيريا خلال الفترة 1981-

¹ Haizhen Yang, Yuan Xiong and Yujing Ze, A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asian and Latin American Emerging Countries, Elsevier B.V, 2013. www.sciencedirect.com.

2010، وتم إدخال العديد من المتغيرات المفسرة لسلوك الاستثمار المحفظي والتي تمثلت في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل العائد الداخلي، سعر الصرف الحقيقي، الانفتاح التجاري، القيمة السوقية للأسهم المتداولة. وقد توصل الباحثون إلى نتيجة مفادها أن تدفق الاستثمار المحفظي إلى نيجيريا له علاقة ايجابية مع كل من الانفتاح التجاري والقيمة السوقية للأسهم المتداولة¹.

4. دراسة Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru and Bener Gungor :2013

هي دراسة جاءت بعنوان «**THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT AND MACROECONOMIC VARIABLES**»

حيث قام فيها الباحثون بمحاولة دراسة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والاستثمار المحفظي الوارد إلى تركيا، ومن أجل هذا قاموا ببناء نموذج اقتصادي شمل العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تأثر على سلوك الاستثمار المحفظي الأجنبي والتي تمثلت في سعر الفائدة النقدي، سعر الصرف، معدل التضخم، الوضع المالي للحكومة، مؤشر أسعار البورصة، الانفتاح التجاري، مؤشر الإنتاج الصناعي. بعد إجراء الاختبارات اللازمة خرج الباحثون بنتيجة مفادها أن مؤشر الإنتاج الصناعي له تأثير في حجم الاستثمار المحفظي الوارد إلى تركيا².

المطلب الثاني: علاقة سعر الفائدة الدائن بالاستثمار المباشر

أعطى الاقتصاديون اهتماما كبيرا لمحددات سعر الفائدة لما لها من تأثير مباشر على القرار الاستثماري، وكما هو جدير بالذكر فإن البنوك تقوم برفع معدلات الفائدة لتشجيع الناس على الادخار مثلا أو للتحكم بمعدلات التضخم، وتخفيضها لتشجيع على الاستثمار وتحريك رؤوس الأموال في السوق، حيث أن زيادة أسعار الفائدة المدينة (أسعار الفائدة على الودائع) يؤدي إلى زيادة حجم مدخرات الأعوان الاقتصاديين لدى الجهاز المصرفي نظرا للعوائد التي يمكن أن يحققها المدخرون على ودائعهم، خاصة إذا كانت معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع موجبة. وزيادة أسعار الفائدة المدينة

¹ Ekeocha, Patterson Chukwumeka Ekeocha, Chidinma Stella Malaolu, Victor Oduh, Moses Onyema, **Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria**, Journal of Economics and Sustainable Development, working paper Vol.3, No.8, 2012. www.iiste.org.

² Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru and Bener Gungor, **THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT AND MACROECONOMIC VARIABLES**, European Scientific Journal, vol.9, No.34, 2013. www.eujournal.org

يستلزم ضرورة زيادة أسعار الفائدة الدائنة*، وارتفاع هذه الأخيرة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض، وبالتالي التأثير في حجم نشاط المشروعات الاستثمارية، والتي قد تتعرض لنشاطاتها للتوقف نظرا لارتفاع تكاليف تمويلها.

غير أن تطبيق هذه السياسة في البلدان النامية يتسم بمحدودية فعاليته، فارتفاع سعر الفائدة الدائن قد لا يؤثر على المشاريع الاستثمارية في البلدان النامية، خاصة المشاريع التي تواجه طلبا متزايدا على منتجاتها بغض النظر عن ارتفاع أسعارها، وعليه فإن الزيادة في سعر الفائدة الدائن على الاموال التي تحصل عليها المشروعات الإنتاجية في هذه البلدان يتم نقلها إلى المستهلك في صورة ارتفاع مستويات الأسعار¹.

والأدب الاقتصادي يزخر بالعديد من النماذج التي اهتمت بتحديد محددات الاستثمار، أكثر هذه النماذج شيوعا هما النموذج الكينزي والنموذج النيوكلاسيكي.

فوفقا للنموذج الكينزي، يتحدد الاستثمار بعاملين هما الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة. ويقصد بالكفاية الحدية لرأس المال معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحقيقية للإيرادات المتوقعة من أصل معين على مدى عمره الإنتاجي مساويا تماما لثمن عرض الأصل². ومن البديهي أن المنظمين ورجال الأعمال لا يقومون باتخاذ قرار الاستثمار إلا إذا توقعوا الحصول على عائد مقبول، أي أن الكفاية الحدية لرأس المال تتوقف أساسا على توقعات أصحاب المشاريع حول مقدار العائد الذي سيحصلون عليه من خلال قيامهم باستثمار معين، وبتعبير آخر يجب أن يكون العائد المترتب عن الاستثمار أعلى من العائد البديل الذي سيحصلون عليه بتوجيه مدخراتهم إلى جهات أخرى كالاستثمار في الحافطة.

والنتيجة أن المنظم قبل أن يقدم على القيام بالاستثمار، فإنه يقوم بالموازنة بين العائد الذي يتوقع أن يخله هذا الاستثمار خلال فترة حياته وبين تكلفة هذا الاستثمار³، فإذا كان العائد أكبر من التكلفة

* عندما تحصل البنوك على ودائع الأعوان الاقتصاديين فإنها تقوم بدفع عائد في شكل معدل فائدة من أصل الوديعة، وحتى تستطيع دفع هذا العائد لابد من أن تقوم بإقراض هذه الودائع بسعر فائدة أعلى من السعر الذي تدفعه لأصحاب الودائع، وبالتالي يمكنها دفع تكلفة الودائع وتحقيق هامش ربح يتمثل في الفرق بين قيمة عائدات معدل الفائدة الدائن ومعدل الفائدة المدين.

¹ عماد أحمد عبد الستار، أثر سعر الفائدة على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، 2011، ص 55-56، بتصرف.

² Marc Montoussé, *Macroéconomie*, 2 em edition, Bréal, paris, 2006, p 181.

³ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، الجزائر، 2006، ص 45، بتصرف.

فهذا معناه أن الإيرادات المتوقعة تكون كافية لتغطية تكلفة الاستثمار، وهذا يعني أن الاستثمار يحقق أرباحاً وبالتالي يأخذ المستثمر قراراً بالاستثمار، ويستمر الاستثمار إلى أن يتساوى العائد مع تكلفة الاستثمار، أما في حالة انخفاض العائد عن تكلفة الاستثمار فإن هذا مفاده أن الإيرادات المتوقعة لن تكون كافية لتغطية الفائدة على رأس المال مما يعني تحقيق خسارة، وبالتالي يأخذ المستثمر قراراً بعدم الاستثمار.

ووفقاً للنموذج النيوكلاسيكي في كتابات Jorgenson و Siebert فإن الاستثمار يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة، وساد الاقتناع بهذه العلاقة حتى بداية السبعينات، حيث تمسك صانعو السياسة الاقتصادية - خاصة في الدول النامية - بتطبيق سياسة سعر فائدة منخفض، والهدف من ذلك هو الرغبة في تخفيض تكلفة الإقراض وزيادة الاستثمار، والرغبة أيضاً في توفير قروض منخفضة التكلفة للقطاعات الأساسية في الاقتصاد. إلا أنه في بداية السبعينات عارض MCKINNON سياسة خفض سعر الفائدة عن المستوى التوازني والتي عرفت بسياسة كبح سعر الفائدة، ودعا إلى ضرورة إصلاح سعر الفائدة. فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الودائع لدى البنوك، وهذا يؤدي إلى توفر المدخرات اللازمة لتمويل الاستثمار بالإضافة إلى الحد من هروب رؤوس الأموال وتشجيع تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل، ومن ناحية أخرى يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى ارتفاع التكلفة بالنسبة للمشاريع الاستثمارية، وينتج عن ذلك ترشيد الإنفاق الاستثماري واختيار مشروعات مرتفعة العائد¹.

إذن من خلال ما سبق، يظهر لنا أنه كلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الاقتراض بغرض الاستثمار والعكس صحيح، غير أن هذه العلاقة هي علاقة نسبية تختلف من وقت لآخر، كما أنها تختلف من مشروع لآخر، ويمكن توضيح هذا في ما يلي²:

أ. أثر سعر الفائدة الدائن على الاستثمار وفقاً لحالة الاقتصاد:

في فترات الكساد التي يمر بها الاقتصاد تسود حالة من التشاؤم لدى رجال الأعمال، والتي تزيد لديهم احتمالات تحقيق الخسائر، وبالتالي لا يرغب المستثمر في الاقتراض بالرغم من انخفاض سعر الفائدة، وعلى العكس من ذلك نجد أنه في فترات الرواج التي يمر بها الاقتصاد تسود حالة من التفاؤل

¹ Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution Press, Washington, 1973, pp 70-74.

² عماد أحمد عبد الستار، مرجع سابق، ص ص 70-72، بتصرف.

لدى رجال الأعمال، حيث تزداد لديهم احتمالات تحقيق أرباح نتيجة لارتفاع الأسعار، الأمر الذي يجعلهم يقبلون على الاقتراض بغرض الاستثمار بالرغم من ارتفاع سعر الفائدة. وبالتالي نجد أن تأثير سعر الفائدة على الاستثمار في هذه الحالة ليس هو العامل الأساسي للاقتراض بغرض الاستثمار، وإنما العامل الأساسي هنا هو الحالة الاقتصادية، وكذلك العامل النفسي لدى رجال الأعمال.

ب. أثر سعر الفائدة الدائن على الاستثمار وفقا لتقدم وتخلف المؤسسات المالية للدولة:

تتميز الدول المتخلفة بعدم تنظيم المؤسسات المالية الرسمية، حيث يسود الاقتراض من الأسواق غير المالية كالمرابين وخلافه، ومن ثم فإنه مهما ارتفع سعر الفائدة الرسمي في تلك الدول فلن يكون له تأثير على الاستثمار، كون أن سعر الفائدة في المؤسسات المالية مرتفع عن نظيره في الأسواق غير الرسمية.

ت. أثر سعر الفائدة الدائن على الاستثمار وفقا لدرجة الاستقرار السياسي والاقتصادي:

يتوقف مدى تأثير سعر الفائدة في الاستثمار أيضا على درجة الاستقرار السياسي والاقتصادي في البلد، حيث أنه مهما كانت الأرباح المتوقعة من الاستثمار كبيرة ومهما كان الانخفاض في سعر الفائدة، إلا أنه لن يكون هناك استثمار في تلك البلاد نظرا لكون رأس المال يعتبر جباناً، فهو يهرب إلى الدول المستقرة سياسياً واقتصادياً.

إذن من خلال ما رأيناه سابقاً يظهر لنا أن تأثير سعر الفائدة في الاستثمار في حد ذاته هو عبارة عن متغير تابع لمجموعة من العوامل، أهمها الكفاية الحدية لرأس المال ومدى الاستقرار السياسي والاقتصادي، وكذلك العامل النفسي لرجال الأعمال. ولكن مع افتراض ثبات هذه العوامل، فإنه يمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار، إذ كلما ارتفع سعر الفائدة كلما ارتفعت تكلفة الاستثمار، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار، والعكس صحيح.

والاستثمار الأجنبي المباشر يتأثر أيضا بسعر الفائدة المحلي إضافة إلى مجموعة من العوامل الأخرى، والآلية التي يؤثر بها سعر الفائدة المحلي في الاستثمار الأجنبي المباشر هي نفس الآلية التي يؤثر بها في الاستثمار المباشر المحلي، فكما هو معروف فإن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دولة معينة ليس معناه أنه لا يمكن الاستثمار في بلد المستثمر الأجنبي، وإنما هناك عدة أسباب أهمها أن العائد الذي سيحققه المستثمر الأجنبي في البلد المضيف سيكون أعلى مما سيحققه لو

استثمر في بلده. كما أن انخفاض أسعار الفائدة في دول أخرى مقارنة ببلده يدفعه أيضا إلى الاستثمار في الخارج بسبب انخفاض تكلفة الاقتراض، وبالتالي فاختلاف أسعار الفائدة بين الدول له أثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فيما بين هذه الدول.

المطلب الثالث: علاقة سعر الفائدة الدائن بالاستثمار المحففي

يمول المستثمر استثماراته الجديدة إما عن طريق الاقتراض أو عن طريق الموارد الذاتية، ففي حالة اعتماد المستثمر على موارده الذاتية فإن سعر الفائدة المدين يمثل تكلفة الفرصة البديلة أي أنه يمثل العائد الذي يضحى به المشروع في حالة استخدام موارده الذاتية في الاستثمار في أصل جديد بدلا من إيداع هذه الموارد في البنك وحصوله على فائدة مقابل ذلك، وفي حالة اعتماد المشروع على الاقتراض فإن سعر الفائدة الدائن يمثل تكلفة اقتراض الأموال المستخدمة في الاستثمار.

ففي الحالة الثانية والتي تكون فيها الموارد الذاتية غير كافية لتمويل الاستثمار، فإن المستثمر يكون بحاجة إلى أموال لتمويل استثماره، وهنا يجد نفسه أمام ثلاثة خيارات للحصول على الأموال كما يلي:

1. اللجوء للسوق النقدية: بحيث يحصل المستثمر على المال الذي يحتاجه في استثماره من السوق النقدية مقابل أن يدفع فائدة تكون في شكل نسبة مئوية من المبلغ المقترض.

2. اللجوء إلى سوق رأس المال: هنا يكون المستثمر مجبر على الاكتتاب في الأوراق المالية، إما أسهم أو سندات كما يلي:

أ. الاكتتاب في الأسهم: في هذه الحالة يقوم المستثمر بإصدار أسهم وطرحها في البورصة، وبالتحديد في السوق الأولية منها، والتي تسمى أيضا سوق الإصدار، حيث يتم في هذه السوق إصدار السهم وبيعه في نفس الوقت (الاكتتاب فيه)، وبعد الاكتتاب ينتقل السهم إلى السوق الثانوية التي هي عبارة عن سوق التداول، والتي يبدأ فيها التداول على السهم بيعا وشراء بين المستثمرين دون أن تكون الشركة المصدرة طرفا في هذه العمليات. وبالمقابل تحصل الجهة التي أصدرت السهم على المبلغ المكافئ للقيمة الاسمية للسهم، ويكون مصدر السهم مجبرا على دفع أرباح لحامل السهم، كما يشارك حامل السهم في الخسائر التي تحققها شركته.

ب. الاكتتاب في السندات: هنا يقوم المستثمر بإصدار أوراق مالية في شكل سندات، والخطوات التي يمر بها إصدار وبيع السند هي نفسها الخطوات التي يمر بها السهم كما تم الشرح في الفقرة السابقة. بحيث في الأخير يحصل من أصدر السند على المال المكافئ للقيمة الاسمية التي أصدر بها السند،

ويكون مصدر السند مدينا بدفع تكلفة في تاريخ استحقاق السند، حيث تكون هذه التكلفة في شكل معدل فائدة من المبلغ الذي حصل عليه لتمويل استثماره.

ولجوء المستثمر إلى سوق رأس المال بدلا من السوق النقدية هو نتيجة لارتفاع تكلفة الاقتراض من السوق النقدي، وأيضا كون أن السوق النقدي لا يوفر أموالا بالحجم الذي يمكن الحصول عليه من سوق رأس المال، ومن جهة أخرى فإن سوق رأس المال توفر أموالا بأجال طويلة عكس السوق النقدية التي تتعامل بالائتمان لأجل قصير.

إذن فسعر الفائدة الدائن يعتبر من العوامل التي تدفع بالمستثمر للجوء إلى البورصة لتمويل شركته، وهذا الأثر لا يقف هنا، بل يمتد إلى أبعد من هذا، حيث أنه عند لجوء المستثمر إلى سوق رأس المال لتمويل شركته، فإنه كما ذكرنا سابقا يقوم بإصدار أوراق مالية، وهذه الأوراق المالية يقوم بشرائها مستثمري المحافظ، سواء المحليين أو الأجانب، وعند الحديث عن شراء الأجانب لهذه الأوراق المالية نكون هنا أمام ما يسمى بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث يتم تدفق رؤوس أموال أجنبية إلى بلد ما لشراء الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال لهذا البلد، وفي حال أن الأوراق المالية التي تم إصدارها تكون ذات عائد مقبول بالنسبة للسند أو تحقق ربح مقبول بالنسبة للسهم أو أنه من المتوقع أن تحقق الشركة التي أصدرت السهم أرباحا كبيرة، فإنه سيكون هناك إقبال كبير من طرف الأجانب على شراء هذه الأوراق المالية.

وهكذا فإن ارتفاع سعر الفائدة الدائن يدفع أصحاب الشركات لطرح أوراق مالية في سوق رأس المال للحصول على أموال، وباحتمال أن شراء هذه الأوراق المالية يحقق عائد مقبول للمستثمرين الأجانب مقارنة بشراء أوراق مالية من أسواق رأس المال لدول أخرى، فستكون النتيجة الحتمية هي تدفق رؤوس أموال أجنبية لشراء هذه الأوراق المالية لتدخل ضمن إطار ما يسمى بالاستثمار الأجنبي غير المباشر.

إذن بعد التحليل السابق، ظهرت لنا العلاقة بين سعر الفائدة الدائن وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمار محفظي، لذا فما يمكن قوله هو أنه كلما كانت تكلفة الاقتراض من السوق النقدي كبيرة (سعر الفائدة الدائن مرتفع) أدى هذا إلى إصدار المزيد من الأوراق المالية وطرحها في سوق رأس المال، وبالتالي سيزيد احتمال تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل في شكل استثمار أجنبي غير مباشر. وعليه فإنه بافتراض ثبات العوامل الأخرى التي لها علاقة مع اتجاه أصحاب المشاريع

لإصدار أوراق مالية وطرحها في سوق رأس المال لتمويل مشاريعهم، يمكن القول أنه توجد علاقة طردية بين سعر الفائدة النقدي وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أي كلما ارتفعت تكلفة الاقتراض من السوق النقدي كلما زاد إصدار الأسهم والسندات، الأمر الذي يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال الدولية في شكل استثمار محفظي، والعكس صحيح.

خلاصة الفصل الأول:

بعد معالجتنا لهذا الفصل توصلنا إلى أن لسعر الفائدة عدة أنواع أهمها سعر الفائدة النقدي، والذي يعتبر كأداة بيد السلطة النقدية للتحكم في النشاط الاقتصادي والتوازن الخارجي، وما إلى ذلك من أهمية كبيرة لهذه الأداة. حيث يمكن للسلطة النقدية أن تعالج بهذه الأداة تلك الاختلالات غير المحبذة في الاقتصاد كالتضخم، وكذلك تعتبر أداة لتشجيع الاستثمار والحد منه حسب ما تقتضي الحاجة. والأمر لا يقف على المستوى المحلي بل يتعداه ليشمل التوازن الخارجي، حيث في حالة وجود خلل في ميزان المدفوعات فإن السلطة النقدية تستطيع معالجة هذا الخلل باستعمال أداة سعر الفائدة، ففي الحالة التي يعاني فيها ميزان المدفوعات عجزا فإن السلطة النقدية بإمكانها أن تخفض من سعر الفائدة الدائن الأمر الذي يؤدي إلى استقطاب رؤوس أموال أجنبية في شكل استثمار أجنبي مباشر الأمر الذي يحسن الوضع في ميزان المدفوعات، كما أن ارتفاع سعر الفائدة المدين يساهم في استقطاب رؤوس أموال أجنبية في شكل ودائع للأجانب الأمر الذي يحسن رصيد ميزان المدفوعات، وفي حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإنه بإمكان السلطة النقدية أن تعكس مفعول هذه الإدارة لتسترجم التوازن في حساب ميزان المدفوعات. وبالتالي فسعر الفائدة النقدي يعتبر كأداة للتأثير في التدفقات المالية الدولية من وإلى البلد الذي يستعمل هذه الأداة.

ونظرا لأهمية سعر الفائدة في موضوعنا هذا وبالتحديد سعر الفائدة الدائن، كان لزاما علينا التطرق إلى تحليل تطور هذا الأخير خلال فترة الدراسة بالإضافة إلى تحليل تطور بعض التدفقات المالية الدولية الواردة إلى البلدين محل الدراسة والتي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن، وهذا ما سنحاول إبرازه في الفصل الموالي.



**تحليل تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى
مصر والجزائر**

تمهيد:

شرعت بعض دول شمال إفريقيا والتي من بينها الجزائر ومصر منذ نهاية الثمانينات وبداية تسعينات القرن الماضي في مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية التي ترمي من ورائها إلى تنمية اقتصادياتها، حيث ركز هذين البلدين ضمن إطار برامجهما الإصلاحية على تحسين البيئة المحلية التي من شأنها أن تسهل عملية تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها، ونخص بالذكر التركيز على تحسين البيئة المستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر وذلك من خلال تعديل التشريعات والقوانين التي كانت بمثابة عراقيل في وجه المستثمر الأجنبي الذي يرغب الاستثمار في هذين البلدين. وقد صاحب هذه الإصلاحات مجموعة من التغيرات في بعض المؤشرات الاقتصادية المهمة كسعر الفائدة الدائن وسعر الصرف ومعدل التضخم، بالإضافة إلى التطور الذي شهده الاستثمار الأجنبي الوارد إلى هذين البلدين. ونظرا لأن سعر الفائدة الدائن له علاقة بنوعين من التدفقات المالية الدولية والمتمثلة في الاستثمار الأجنبي بنوعيه، سننعمد فقط هذين النوعين في تحليلنا لتطور التدفقات المالية الدولية إلى البلدين محل الدراسة من خلال التطرق إلى أهم الإصلاحات التي حدثت على مناخ الاستثمار الأجنبي، وكذلك تحليل تطور بعض المتغيرات الاقتصادية، وسيكون هذا وفقا للتقسيم التالي:

المبحث الأول: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر.

المبحث الثاني: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى الجزائر.

المبحث الثالث: تطور بعض المتغيرات النقدية في مصر والجزائر.

المبحث الأول: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر

إدراكا من الحكومة المصرية لأهمية جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة لتغطية العجز في المدخرات المحلية وتقادي اللجوء إلى زيادة العجز في الموازنة العامة، ومن أجل ما يؤدي إليه الاستثمار الأجنبي من نقل للتكنولوجيا الحديثة، وزيادة كفاءة الإنتاج، وتوفير رؤوس الأموال... الخ، فقد اتخذت الحكومة الكثير من الإجراءات لتشجيع تدفقه، حيث تم تعديل القوانين القائمة وإصدار قوانين جديدة لخلق المناخ الملائم، مثل قانون حوافز الاستثمار وقانون البنوك وقانون B.O.T ... الخ، كما اتخذت الكثير من القرارات لتسهيل الإجراءات التي يلتزم بها المستثمر الأجنبي وكيفية تعامله في الأسهم والسندات ببورصة الأوراق المالية، وكل هذه الإجراءات كانت سببا في استقطاب المزيد من الاستثمار الأجنبي.

المطلب الأول: مناخ الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المصري

سنحاول في هذا المطلب إعطاء نظرة عن الاقتصاد المصري من ناحية بيئة الاستثمار الأجنبي في هذا البلد، بالإضافة إلى بعض التطورات التي حدثت للاقتصاد المصري.

أولا: مناخ الاستثمار الأجنبي في مصر

قامت الحكومة المصرية بإحداث العديد من التعديلات والتحسينات في القوانين التي من شأنها استقطاب مستثمرين أجانب سواء إلى القطاع الحقيقي أو القطاع المالي، وفيما يلي سنذكر أهم هذه التعديلات التي قامت بها مصر لتحسين مناخ الاستثمار الأجنبي.

1. مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر:

يتمتع الاقتصاد المصري ببيئة اقتصادية مستقطبة للتدفقات المالية في شكل استثمار أجنبي مباشر، إذ توجد عدة قطاعات مستقطبة لهذا النوع من الاستثمار منها القطاع الصناعي، الزراعي، السياحي، الخدمي. والقطاع الصناعي في مصر يستحوذ على أكبر نسبة من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر (أنظر الملحق رقم 1-2) وذلك نظرا لتنوع صناعات هذا القطاع التي أهمها صناعات الغزل والنسيج، الصناعات الغذائية، الصناعات الكيماوية، الصناعات الهندسية، صناعات المواد والبناء، الصناعات المعدنية والصناعات الدوائية.

ونظرا لتزايد دور الاستثمار الأجنبي المباشر كمحرك رئيسي للتنمية، حرصت مصر على تهيئة البيئة المناسبة لجذب المزيد من تدفقات هذا النوع من الاستثمارات حيث قامت بسن العديد من القوانين

واتخاذ العديد من الإجراءات التي من شأنها تهيئة مناخ استثماري ملائم. ومن أجل هذا قامت بتعديل قانون الاستثمار بما يحقق مزيد من المزايا والضمانات المكفولة للمستثمر.

والمناخ الاستثماري يقصد به بصفة عامة مجموعة الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون آخر، ووفقا لما يمثله الإطار القانوني كأحد العناصر الأساسية لتهيئة المناخ الاستثماري فقد أدخلت مصر تعديلات جديدة على قانون الاستثمار تهدف من خلالها إلى بناء مناخ استثماري جيد يعمل على جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر، وكانت هذه التعديلات كما يلي:

كانت بداية الاهتمام بقانون الاستثمار مع تبنى مصر لسياسة الانفتاح الاقتصادي عام 1974 في قانون استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة رقم (43) لعام 1974، ويعتبر هذا القانون من أهم التشريعات التي حددت التوجه نحو سياسة السوق الحرة وتشجيع الاستثمارات، وقد تم تعديل هذا القانون بالقانون رقم (32) عام 1977 والذي أتاح للاستثمار المحلي نفس المزايا الممنوحة للاستثمار العربي والأجنبي، ولكن جاءت مساهمات رؤوس الأموال الأجنبية والعربية خلال فترة تطبيق القانون رقم (43) والمعدل بالقانون رقم (32) بما لا يزيد على 32% فقط من إجمالي المساهمات، مما يشير إلى أن القانون لم يتمكن من جذب الاستثمار الأجنبي بالقدر المطلوب، الأمر الذي استلزم إصدار قانون الاستثمار رقم (230) عام 1989 الذي أضاف بعض الحوافز والأنشطة إلى القانون السابق له، ثم صدر قانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم (8) عام 1998 باعتباره القانون الموحد للاستثمار في مصر والذي تم من خلاله إعطاء العديد من المزايا والضمانات والإعفاءات للاستثمار. كما قامت مصر أيضا في إطار بناء البيئة الملائمة لاستقطاب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ببرنامج الخصخصة والذي تبنته في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي بهدف تشجيع القطاع الخاص المحلي والأجنبي للاستثمار في مصر¹.

و تعد سياسة توسيع قاعدة الملكية (الخصخصة) في النشاط الاقتصادي أحد المحاور الرئيسية في برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تبنته الحكومة المصرية منذ عام 1991 وذلك لعدة أهداف من أهمها:

✓ تصحيح الأوضاع الفنية والاقتصادية والمالية لشركات القطاع العام.

¹منى محمد الحسيني عمار، الاستثمار الاجنبي المباشر في ظل المناخ الاستثماري الجديد للاقتصاد المصري، من الموقع، <http://dc382.4shared.com/doc/biCX67P2/preview.html>. 2013/07/20

✓ جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

2. مناخ الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

لقد حاول المسئولون في مصر على مدار السنوات الماضية سد الفجوة بين حجم الادخار على المستوى الوطني وحجم الاستثمار المطلوب لتحقيق معدلات التنمية المناسبة عن طريق استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، إلا أن النتيجة كانت مخيبة للآمال، لأن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كانت قليلة بالرغم من توفير المناخ الملائم ومنحه العديد من الحوافز مثل الإعفاء الضريبي وحرية تحويل الأرباح ورأس المال، وحاولت الدولة بعد ذلك الاعتماد على المنح لزيادة حجم الاستثمار ولكنها لم تصل إلى مستوى توقعات المسئولين. أما الافتراض فكان في غالب الأحيان بشروط مجحفة، وآثاره السلبية على الاقتصاد الوطني زادت كثيرا عن عوائده، وهنا كان لابد من البحث عن حل لمشكلة التطور الاقتصادي في مصر، فكان الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية¹.

ومع تبني مصر سياسة الإصلاح الاقتصادي منذ بداية التسعينات، أصبح من الضروري تطوير سوق الأوراق المالية وإزالة المعوقات عن طريقه، وإعطائه دفعة قوية يمكن من خلالها تحقيق الأهداف الرئيسية سواء للمدخرين أو البنوك أو الاقتصاد الوطني ككل، وهذا من أجل أن يكون بمصر سوق مالي قوي نشط يشابه في حركته ونشاطه الأسواق الصاعدة في هونج كونج، سنغافورة، الأرجنتين، البرازيل، شيلي وغيرها من أسواق النمرور الآسيوية واللاتينية التي حققت نموا كبيرا وفرضت نفسها في العالم².

ومن أجل تهيئة البيئة البيئية للاستثمار غير المباشر المحلي والأجنبي، صدر قانون سوق رأس المال رقم 95 عام 1992 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تضمن القانون ضمان الشفافية والإفصاح عن المعلومات اللازمة لبث الثقة لدى المستثمرين في أسهم وسندات الشركات عند طرحها للاكتتاب العام، كما عمد القانون إلى تشجيع الاكتتاب العام في رؤوس أموال المشروعات حيث أوجب أن لا يقل ما يطرح من الأسهم لشركات الاكتتاب العام المقيدة بالجدول الرسمية عن 30% من مجموع أسهم الشركة. وكننتيجة لذلك احتلت البورصة المصرية مركزا متقدما في ارتفاع العائد وانخفاض درجة المخاطرة خلال شهر مارس 1999 مقارنة بأداء الأسواق الناشئة المدرجة بمؤشرات مؤسسة التمويل

¹ محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسة المالية-البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 143-144.

² منى محمود قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 2000، ص

الدولية، حيث أشار التقرير الشهري لوزارة الاقتصاد عن أداء الأسواق الناشئة خلال مارس 1999 إلى احتلال البورصة المصرية للمركز الخامس من حيث انخفاض أسعار الأسهم بعد بورصة كل من فنزويلا، كولومبيا، البرازيل وباكستان، وبلغ مضاعف الربحية 8.9 والعائد النقدي 6%.

ومع صدور القانون رقم 95 ل عام 1992 تم السماح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية المصري، وهو ما أدى إلى تسهيل تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر. كم أن الفاعلية التي تميز بها برنامج خصخصة الشركات في عامي 1996-1997، والتي تعد أسهمها أكثر جاذبية، ساهم أيضا في التطور السريع لتدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، هذا فضلا عن استقرار سعر صرف الجنيه المصري، إضافة إلى الاتجاه نحو إصدار أسهم بالدولار مما يعني تغطية كاملة لمخاطر تغير سعر صرف الجنيه في الحاضر وفي المستقبل¹.

ثانيا: محطات لتحول الاقتصاد المصري

قبل أن يستطيع الاقتصاد المصري اكتساب مناخ مستقطب للاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي، كان لزاما عليه أن يمر بعدة تغييرات تهدف في مجملها إلى الوصول إلى اقتصاد كلي أمثل. وفيما يلي سرد للمراحل التي حدثت فيها تغييرات للاقتصادي المصري²:

1. المرحلة الأولى: بداية التحول في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1974-1982):

بحلول عام 1974 كانت مصر قد توجهت نحو الانفتاح الاقتصادي، وحدث تحول جذري في النظم والسياسات الاقتصادية بها، وكانت أبرز ملامح هذه المرحلة هي التحول عن نظام التخطيط الشامل، والاستعانة برأس المال العربي والأجنبي في التنمية في ظل قوانين الانفتاح الاقتصادي. وخلال هذه المرحلة وصلت الطفرة النفطية إلى أوجها في عامي 1980 و1981، والتي تسببت في تراجع أسعار النفط بشكل كبير عام 1982، وهكذا بدأ الاقتصاد المصري يعاني من أوجه القصور والضعف الهيكلي والتمويلي به، وسعت مصر إلى محاولة استمرار توجيه استثماراتها إلى البنية الأساسية باعتبارها ضرورة للنمو والتقدم، وقد تم تمويل ذلك بالاقتراض الخارجي. وبنهاية الثمانينات بدأت تظهر ملامح ضعف الأداء والانخفاض الشديد في معدلات النمو الاقتصادي، والاختلال في هيكل الاقتصاد الكلي المصري، حيث زاد الاعتماد على العالم الخارجي في تلبية

¹نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2007، ص 62-67.

²أمانى فوزي أحمد طه، الرؤية المستقبلية للاقتصاد المصري، من الموقع ahram.org.eg، 2013-07-17.

احتياجات مصر من السلع الاستهلاكية والوسيلة والاستثمارية، الأمر الذي أدى إلى زيادة المديونية الخارجية لمصر من حوالي 1.6 مليار دولار عام 1971 إلى حوالي 28.6 مليار دولار عام 1982، كما تقام العجز في الموازنة العامة للدولة خلال نفس الفترة، لذا كان من الضروري أن تبدأ الحكومة في تبني برنامج محدد المعالم للإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي.

2. المرحلة الثانية: التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي (برنامج الإصلاح الاقتصادي 1991-1997).

كان من أهم ملامح هذه المرحلة اتخاذ السياسات اللازمة لتصحيح الاختلالات النقدية والهيكلية، والاتجاه نحو خصخصة القطاعات الاقتصادية، بمعنى فتح مجال أوسع أمام وحدات القطاع الخاص في مجالات الاستثمار والإنتاج والتشغيل في مقابل تراجع دور الدولة في هذه المجالات. وفي أوائل عام 1991 أبرمت الحكومة المصرية اتفاقها مع صندوق النقد الدولي، والذي تمثل في برنامج للتثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي بهدف علاج الاختلالات الداخلية والخارجية التي يعاني منها الاقتصاد المصري. وكان من بين أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي ما يلي:

- ✓ تخفيض حجم العجز في الموازنة العامة.
- ✓ إلغاء دعم أسعار السلع والخدمات.
- ✓ تخفيض الإنفاق الحكومي.
- ✓ تخفيض سعر صرف الجنيه.
- ✓ تحرير التجارة الخارجية.
- ✓ رفع أسعار الفائدة.
- ✓ تحويل ملكية وإدارة المشروعات العامة إلى القطاع الخاص.
- ✓ جذب الاستثمار الأجنبي.

3. المرحلة الثالثة: الركود الاقتصادي (1998-2003).

في حين اتسمت الفترة (1991-1997) بإصلاح اقتصادي نجح في تحقيق أهدافه المالية والنقدية بشكل واضح، جاءت بعد ذلك حالة ركود في السنتين الأخيرتين لنهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين. ففي سبتمبر 1998 كانت مصر قد أنهت المرحلة الثالثة والأخيرة من برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أوصى به صندوق النقد الدولي، وكان عليها أن تواجه بعض التحديات

لتحافظ على ما تم إنجازه من نجاح فيما يتعلق بتعافي الاقتصاد المصري في فترة اتسمت بتزايد ضغوط العولمة ومشاكلها. لكن الاقتصاد المصري تدهور نتيجة لبعض العوامل الخارجية التي كان أبرزها الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 والتي استمرت تداعياتها حتى نهاية القرن العشرين، حيث ترتب على هذه الأزمة انخفاض ملحوظ في أسعار البترول كانت له آثاره السلبية على الاقتصاد المصري.

4. المرحلة الرابعة: منذ 2004 حتى الآن.

مع بداية هذه المرحلة، في عام 2004 قد تم سن قوانين جديدة بين عامي 2004 و2005 منها القوانين المتعلقة بالتوقيع الإلكتروني، وذلك بهدف تشجيع التجارة الإلكترونية ومشروعات الأعمال الإلكترونية في مصر، بالإضافة إلى تيسير تعامل المواطنين في قطاع الأعمال الإلكترونية وكذلك القوانين المتعلقة بالاستثمارات الجديدة، الجمارك، مكافحة الاحتكار والتنافس، ومكافحة الإغراق، كما تم تعديل قوانين الاستيراد والتصدير. هذا وقد تم تسريع وتيرة الخصخصة لعدد من شركات القطاع العام (خلال الفترة بين منتصف 2004 ومنتصف 2006 بهدف تحسين الكفاءة الاقتصادية لشركات قطاع الأعمال العام وزيادة استثماراتها وتعظيم مساهمتها في الاقتصاد القومي مع مراعاة الحفاظ على حقوق العاملين بها.

وخلال هذه المرحلة تم تنفيذ برنامج متكامل لإدارة الأصول يركز على ثلاثة محاور رئيسية هي:

✓ **المحور الأول:** تنفيذ برامج إعادة الهيكلة وصيانة المال العام للشركات والتوسع في إقامة استثمارات جديدة.

✓ **المحور الثاني:** توسيع المشاركة في ملكية أصول وشركات قطاع الأعمال العام ومساهمات المال العام في الشركات المشتركة.

✓ **المحور الثالث:** تطوير إدارة الشركات وفقا لمبادئ الحوكمة.

هذا بالإضافة إلى زيادة الاتجاه نحو إعطاء القطاع الخاص دور أكبر في دفع عملية التنمية الاقتصادية عن طريق زيادة استثماراته في خطة الدولة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث في عام 2007 بلغت قيمة الاستثمارات المنفذة نحو 150 مليار جنيه مقابل 113 مليار جنيه استثمارات منفذة عام 2006، ووصلت نسبة مساهمة القطاع الخاص في الاستثمارات المنفذة إلى نحو 66% لعام 2007 وهو ما يعكس التحسن المتواصل في مناخ الاستثمار وتشجيع الدولة لمشاركة القطاع الخاص

في كافة الأنشطة الاقتصادية. وفي عام 2009 قامت الحكومة بالعديد من الإجراءات لمواجهة الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية والخروج منها بأقل خسائر ممكنة خاصة في القطاعات المالية والقطاعات الاقتصادية الدافعة للنمو مثل السياحة والتشييد والبناء والصناعات التحويلية وقناة السويس، مما ساعد على الحد من آثار الأزمة المالية. وقد تمثلت أهم هذه الإجراءات في الدعم الحكومي للقطاعات الاقتصادية بحوالي 15 مليار جنيه تم منحها للقطاعات بأثر رجعي منذ شهر ديسمبر 2008، إلى جانب اتخاذ الإجراءات لضبط الأسعار بالسوق الداخلي، خاصة للسلع الإستراتيجية، كما وضعت الحكومة خطا إستراتيجية للترويج السياحي وتنشيط الاستثمار خاصة مع الدول الأجنبية والعربية.

وبعد اندلاع ثورة 25 يناير في مصر تعرض الاقتصاد المصري الى العديد من الآثار السلبية خلال الفترة يناير 2011 إلى يونيو 2013 والتي من أهمها¹:

- ✓ تراجع النشاط الاقتصادي في القطاعات الرائدة والمحركة للنمو مثل قطاعات الصناعة التحويلية والتشييد والبناء والسياحة.
- ✓ تراجع نشاط القطاع الخاص ومساهمته في نمو الناتج المحلي الإجمالي نظرا لضعف الثقة في المناخ الاستثماري وعدم وضوح المسار السياسي والقانوني للبلاد.
- ✓ انخفاض الطلب الكلي المحلي والأجنبي نتيجة لتباطؤ النمو الاقتصادي وانخفاض الإنتاج وخروج الاستثمارات الأجنبية.
- ✓ انخفاض حصيلة مصادر النقد الأجنبي والتي اعتمد عليها الاقتصاد المصري بشكل رئيسي في تكوين احتياطاته، خاصة العوائد السياحية وحصيلة الصادرات والتي على رأسها الصادرات الخدمية.
- ✓ ارتفاع تكلفة الإنتاج كنتيجة مباشرة للاضطرابات الأمنية وصعوبة الحصول على النقد الأجنبي لاستيراد المواد الخام اللازمة للإنتاج.
- ✓ التباطؤ الشديد في اتخاذ القرار داخل الدوائر الحكومية والجهات الرسمية نتيجة لتغير السياسات.
- ✓ مديونيات الهيئات الاقتصادية وشركات القطاع العام المتفاقمة.
- ✓ مخاطر دعاوى التحكيم المقامة ضد مصر في مجالات البترول والاستثمار والخصخصة وتراخيص الأراضي وغيرها.

¹وزارة التعاون الدولي، تقرير الاقتصاد المصري في نصف عام 8 يناير 2013، ص ص 2-3.
www.moic.gov.eg

المطلب الثاني: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر

بعد صدور مجموعة من القوانين في السبعينات من القرن الماضي والتي استهدفت استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري، وبعد فشل القانون رقم 32 لعام 1977 في تحقيق البنود التي جاء بها، كانا لزاما على الحكومة المصرية إصدار القانون رقم 230 لعام 1989 الذي حسن نصيب الاقتصاد المصري من التدفق العالمي للاستثمار الأجنبي المباشر، ويعتبر هذا القانون الوجبة التي بدأت تسيل لعاب العديد من المستثمرين الأجانب للاستثمار في مصر.

أولاً: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة 1990-2012

يمكن استعراض تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر من خلال ربط هذا التطور بالعوامل المؤثرة في حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، التي تنقسم بشكل عام إلى عوامل خارجية تعرف بعناصر الدفع*، وعوامل داخلية أو محلية تعرف بعناصر الجذب**. ففي بداية تسعينات القرن الماضي اجتمعت بعض المتغيرات الخارجية التي أثرت سلباً على التدفقات المالية إلى مصر، منها الغزو العراقي لدولة الكويت وحرب الخليج الأولى، الأمر الذي أدى إلى تصاعد حالة عدم الاستقرار في المنطقة، ومن جهة أخرى كان الاقتصاد المصري يعاني داخلياً من عدة مشاكل، منها سيطرة القطاع العام على القطاعات الاقتصادية، والإفراط في استخدام السياسات المالية التوسعية، إضافة إلى التشوه في سعر الصرف وعجز الموازنة وميزان المدفوعات. وقد أدى اجتماع تلك العناصر إلى خلق مناخ به عناصر جذب سلبية أدت إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد خلال الأعوام الأولى من تسعينات القرن الماضي، ثم ارتفع التدفق الوارد خلال عام 1994 نتيجة التدفقات الناتجة عن عمليات بيع أصول القطاع العام، لتعاود الانخفاض لتصل إلى مستويات متواضعة مقارنة بالتدفقات الاستثمارية الواردة إلى الدول النامية التي تزايدت في تسعينات القرن الماضي نتيجة انخفاض أسعار الفائدة العالمية وانخفاض مستويات النشاط الصناعي في عدد من الدول المتقدمة¹.

* يقصد بعناصر الدفع العوامل الخارجية التي تدفع بالاستثمارات الأجنبية إلى التدفق إلى بلد معين، كإخفاض الربح من الاستثمار في الدول المتقدمة والذي بدوره يدفع المستثمرين في هذه الدول إلى الانتقال إلى دول أخرى للاستثمار فيها.

** يقصد بعناصر الجذب كل تلك العوامل الداخلية لبلد ما والتي من شأنها أن تؤدي إلى استقطاب المستثمر الأجنبي، كالوضع السياسي المستقر واستقرار المتغيرات الاقتصادية.

¹ أحمد الكمالي، الآفاق المستقبلية لتحقيق العدالة والتنمية والاستثمار وتوزيع منافع النمو والتغيرات السياسية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، العدد 15، الكويت، 2013، ص 276، بتصرف.

وقد لعبت عناصر الجذب دورا واضحا في تدني نصيب مصر من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال هذه الفترة، ففي بداية الفترة ومنذ تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1991 لم يكن الأداء الاقتصادي عنصرا جاذبا كما سبقت الإشارة، كذلك فإن برنامج الإصلاح في بدايته والذي استهدف مجابهة التضخم وتخفيض عجز الموازنة وإتباع سياسات مالية ونقدية انكماشية أدى إلى انخفاض معدلات الاستثمار وكذلك معدلات النمو، ولكن مؤشرات الاقتصاد المصري قد بدأت بالتعافي في منتصف تسعينات القرن الماضي، مما أثر إيجابا على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري، إلا أن هذا التعافي سرعان ما تعرض لعوامل ضغط خارجية وداخلية، تمثلت الأولى في الأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا، والثانية في حادث الأقصر الإرهابي في نوفمبر 1997. وقد أثرت الأزمة الأولى على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، وأدت الثانية إلى ارتفاع تكلفة المخاطرة في الاقتصاد المصري، الأمر الذي أدى في مجمله إلى انخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل حتى عام 2004. وحادث الأقصر الإرهابي مثله مثل الحادث الإرهابي الذي حدث بعين أميناس* بالجزائر في جانفي 2013، والذي من المتوقع أن تكون له انعكاسات سلبية في الأعوام القادمة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

وانطلاقا من عام 2004 بدأت تتحسن العوامل والظروف الداخلية الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامي، في الوقت نفسه الذي تزايدت فيه عناصر الدفع-من تباطؤ في اقتصاديات الدول المتقدمة إلى نزوح الاستثمارات الأجنبية من دولها بحثا عن تحقيق عائد أكبر- ومن ثم شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عالميا زيادة غير مسبوقه، حيث وصل إجمالي تلك التدفقات 1463351 مليون دولار عام 2006، مقارنة بـ 716128 مليون دولار عام 2002¹.

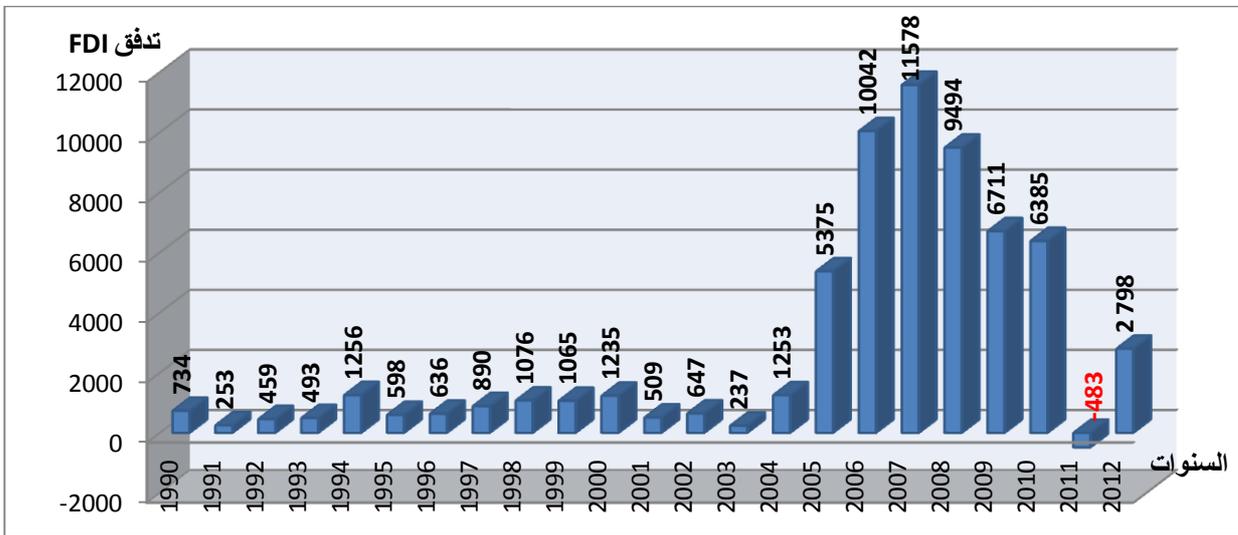
وقد قامت مصر في عام 2005 بتغييرات في السياسات والإجراءات الداعمة لمناخ الاستثمار الأجنبي المباشر، مما أدى إلى زيادة نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد عالميا، وقد استمر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر في الارتفاع خلال سنتي 2006 و 2007 حيث قدر هذا التدفق بـ 10042 و 11578 مليون دولار على التوالي، ولكن هذه التدفقات سرعان ما

*كل من حادث الأقصر الإرهابي وحادث أميناس الإرهابي، كان الهدف من وراءهم هو الحصول على رهائن، الأول من أجل مقايضة المساجين في مصر، والثاني من أجل مقايضة فرنسا مقابل الخروج من مالي.

¹WORLD INVESTMENT REPORT , 2005,2012.

انخفضت وبشكل مستمر خلال الأربع سنوات التالية، حيث انخفض إلى 9494 مليون دولار عام 2008، ثم استمر في الانخفاض إلى أن وصل 6385 مليون دولار عام 2010، ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى الأزمة المالية العالمية التي شهدتها العالم عام 2008، والتي أضرت بالقطاعات الحقيقية والمالية في العديد من الدول المتقدمة وبالتالي أثرت سلباً على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الاقتصاديات الناشئة والتي من بينها مصر¹. ومع زيادة حالة عدم الاستقرار والمخاطرة المصاحبة للثورة المصرية في بداية عام 2011، فقد سجل حجم الاستثمار الأجنبي المباشر أدنى مستوى له ليسجل صافي تدفق قدره -483 مليون دولار. وفي عام 2012 ارتفع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد لمصر إلى 2798 مليون دولار، والذي سببه استقرار الوضع السياسي في مصر بعد تعيين رئيس جديد للجمهورية المصرية. كما أنه خلال هذه الفترة صادف وأن ارتفع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول شمال إفريقيا، حيث ارتفع إلى 11502 مليون دولار مقارنة بـ 8479 مليون دولار عام 2011. والشكل 2-1 يوضح تطور الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة 1990-2012.

شكل رقم 2-1: تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر خلال الفترة 1990-2012 (الوحدة: مليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-2.

¹ أحمد الكمالي، مرجع سابق، ص ص 277-278، بتصريف.

ثانياً: التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر

حظيت العديد من القطاعات الاقتصادية المصرية بنصيب من الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر، والجدول رقم 1-2 يظهر نصيب أهم القطاعات الاقتصادية من هذا النوع من الاستثمار الوارد.

جدول رقم 1-2: توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب القطاعات للفترة
جويلية/ديسمبر 2012

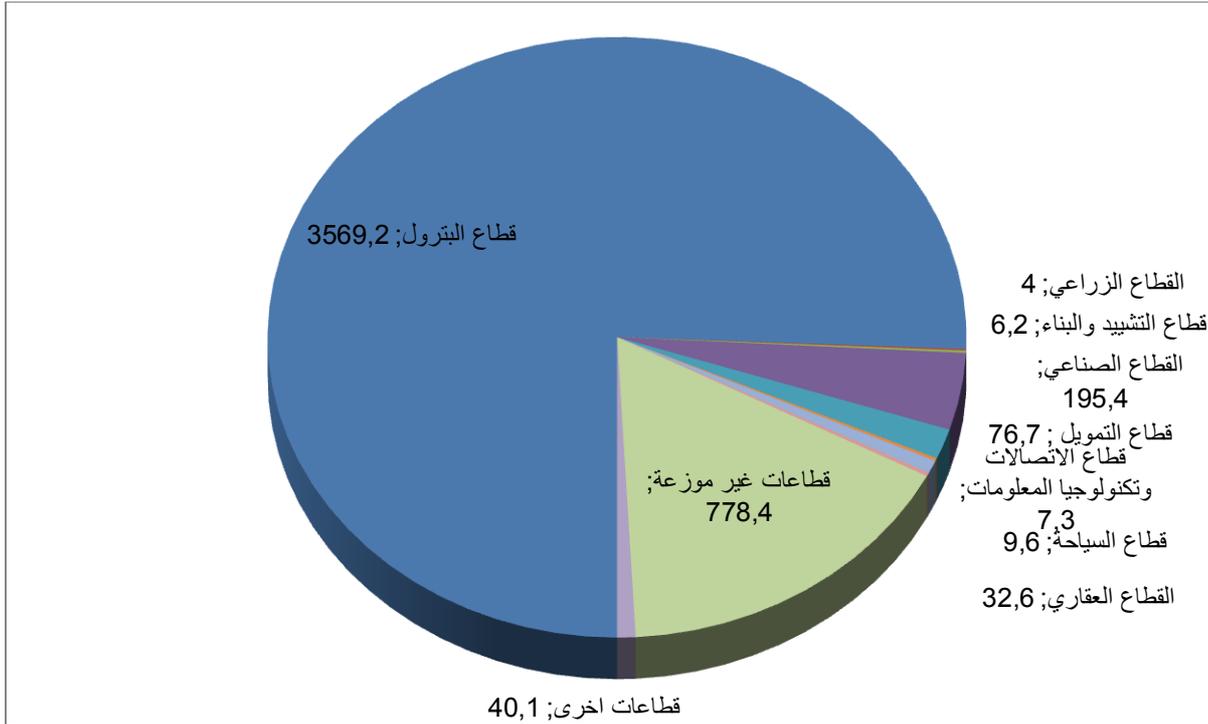
قطاعات النشاط	المبلغ (مليون دولار)	%
قطاع البترول	3569.2	75.62
القطاع الزراعي	4	0.054
قطاع التشييد والبناء	6.2	0.13
القطاع الصناعي	195.4	4.14
قطاع التمويل	76.7	1.62
قطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات	7.3	0.150
القطاع العقاري	32.6	0.7
قطاع السياحة	9.6	0.20
قطاعات غير موزعة	778.4	16.5
قطاعات أخرى	40.1	0.85
المجموع	4719.5	100

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-3.

يتضح من خلال الجدول رقم 1-2 الذي يظهر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى مصر خلال الفترة جويلية/ديسمبر 2012، أن قطاع البترول يستحوذ على ما نسبته 75.62% من إجمالي التدفقات الواردة، تركزت في الاستثمارات البترولية الواردة من الاتحاد الأوروبي (أهمها المملكة المتحدة وبلجيكا)، ثم الولايات المتحدة الأمريكية، والدول العربية (أهمها الإمارات)، وباقي دول العالم الأخرى (أهمها بنما، سويسرا ثم الهند). كما استحوذ القطاع الصناعي على نسبة 4.14% من إجمالي التدفق الوارد، يليه القطاع الخدمي (الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، عقاري، أخرى، التمويل،

السياحة) بنسبة 3.52%¹. والشكل رقم 2-2 يبين بوضوح نسبة مساهمة كل قطاع في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة جويلية/ديسمبر 2012 التي بلغ فيها حجم التدفق الإجمالي الوارد 4719.5 مليون دولار.

شكل رقم 2-2: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب القطاعات للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)

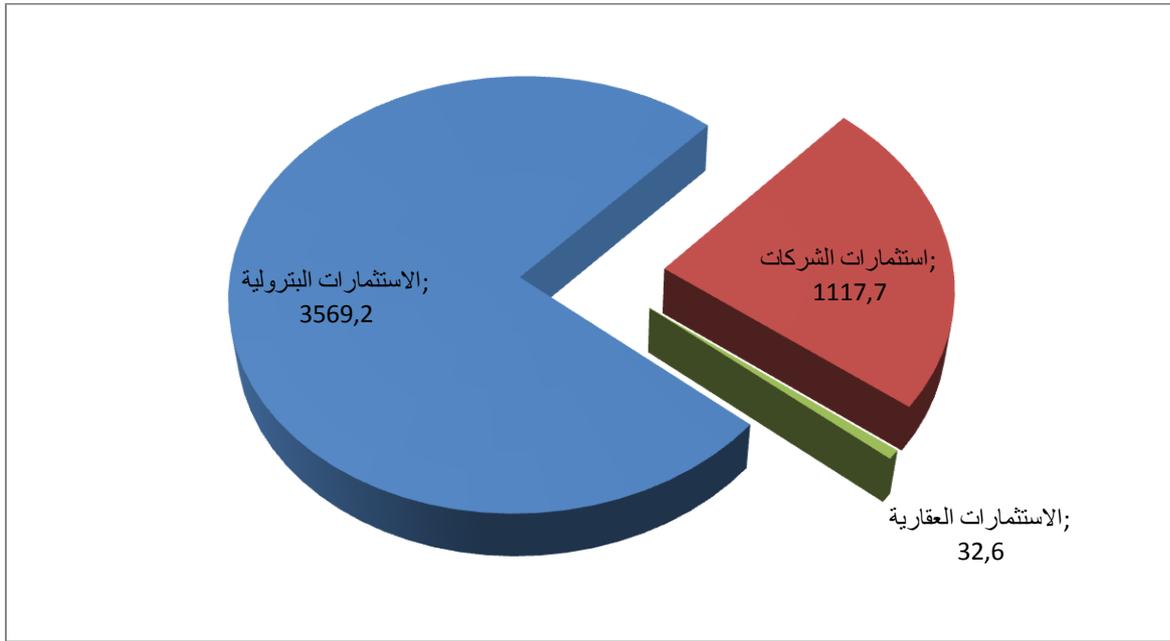


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 1-2.

وبالنسبة لتوزيع إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر من حيث غرض الاستثمار، فقد احتلت الاستثمارات البترولية المرتبة الأولى كما سبق الإشارة، حيث بلغت 3569.2 مليون دولار بنسبة 75.62% من الإجمالي، تليها الاستثمارات الواردة لتأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها بنحو 1117.7 مليون دولار بنسبة حوالي 23.7%، ثم الاستثمارات العقارية بنحو 32.6 مليون دولار أي بنسبة 0.7% من إجمالي التدفق الوارد.

¹البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، العدد 2، المجلد 53، 2013، ص 85.

شكل رقم 2-3: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر من حيث الغرض للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 1-2

ثالثا: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر حسب الأقاليم خلال الفترة جويلية/ديسمبر 2012

تعتبر مصر من الدول العربية المستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر للكثير من دول العالم منها أمريكا وأوروبا والدول العربية ودول أخرى، ويرجع هذا إلى الموقع الاستراتيجي لمصر المطل على قنوات تصريف الصادرات، وكذلك القطاعات الحيوية التي بحاجة إلى مستثمرين أجانب لاستغلالها بكفاءة. والجدول رقم 2-2 يبين بشكل عام الدول المستثمرة في مصر.

جدول رقم 2-2: توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حسب دول العالم للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)

الدول	الفترة جويلية/ديسمبر 2011	الفترة جويلية/ديسمبر 2012	التغير +(-)
الولايات المتحدة الأمريكية	220.7	1209.7	989
الاتحاد الأوروبي	2821.4	2480.4	(341)
الدول العربية	676.7	474.6	(202.1)
باقي دول العالم	272.5	554.8	282.3
المجموع	3991.3	4719.5	728.2

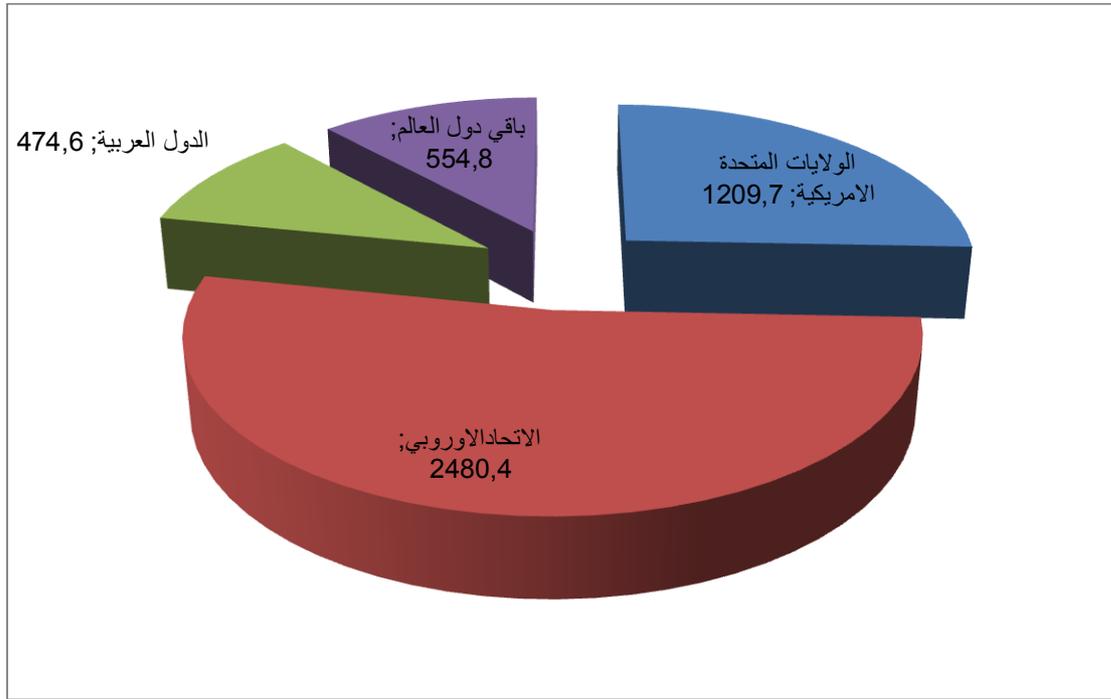
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-4.

حقق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة جويلية/ديسمبر 2012 تدفق للداخل بلغ 4719.5 مليون دولار، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى تزايد إجمالي التدفقات الاستثمارية للداخل بمعدل 18.24%. وتشير التدفقات الاستثمارية للداخل خلال الفترة إلى زيادة تدفقات الاستثمارات الواردة من الولايات المتحدة الأمريكية بنحو 989 مليون دولار لتصل إلى حوالي 1.2 مليار دولار، وكذا من باقي دول العالم الأخرى بمقدار 282.3 مليون دولار لتبلغ 554.8 مليون دولار. في حين انخفضت التدفقات الواردة من دول الاتحاد الأوروبي بنحو 341 مليون دولار لتقتصر على حوالي 2.5 مليار دولار (منها 82.8% استثمارات في قطاع البترول¹) مقابل 2.8 مليار دولار. كما انخفضت الاستثمارات من الدول العربية بنحو 202.1 مليون دولار لتصل إلى نحو 474.6 مليون دولار (منها 49.4% استثمارات واردة لتأسيس شركات جديدة أو زيادة رؤوس أموال شركات قائمة).

ويمكن إظهار حصة كل إقليم من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر في الشكل رقم 2-4.

¹البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، مرجع سابق، ص 84، بتصرف.

شكل رقم 2-4: حصة الدول من حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة جويلية/ديسمبر 2012 (مليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 2-2.

وما يمكن ملاحظته من الشكل رقم 2-4، هو أن دول الاتحاد الأوروبي هي التي استولت على حصة الأسد من حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة جويلية/ديسمبر 2012، ثم تلتها الولايات المتحدة الأمريكية، ثم الدول العربية وفي الأخير بعض دول العالم. وما يمكن استنتاجه هو أن الاتحاد الأوروبي يعتبر أكبر مستثمر في مصر، وخاصة في قطاع المحروقات.

المطلب الثالث: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر

شهد الاقتصاد المصري تذبذبا كبيرا في صافي تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى سوق الأوراق المالية في هذا البلد، فتارة يشهد تحسنا ملحوظا وتارة أخرى يحقق انخفاضا كبيرا لدرجة تحقيقه قيم سالبة، وهناك العديد من العوامل المتسببة في هذه التغيرات الملحوظة، وسنقوم بإبرازها في التحليل المالي لتدفقات هذا النوع من رؤوس الأموال الدولية.

ونظرا لعدم إمكانية الحصول على الإحصائيات خلال الفترة 1990-2001، سنقوم فقط بتحليل

تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 2002-2012.

أولا: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة 2002-2012

شهد صافي تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر انخفاض عام 2003 مقارنة بعام 2002، حيث حقق عام 2002 صافي قدره 998.9 مليون دولار، بينما في عام 2003 حقق صافي تدفق للداخل قدره -1405.2¹ مما يعني أن حجم الأموال الأجنبية التي كانت مستثمرة في المحافظ المالية والتي خرجت من مصر كانت أكبر من حجم الأموال المتدفقة في شكل استثمار محفظي أجنبي. وقد تأثرت سوق الأوراق المالية بمصر خلال عام 2003 كغيرها من الأسواق بتطورات الأحداث الجارية في منطقة الشرق الأوسط وبالتطورات الاقتصادية التي شهدتها الساحة الداخلية أيضاً، فقد اتسمت حركة التعامل على الأسهم والسندات بالهدوء معظم شهور السنة واتجهت إلى الانتعاش من جديد خلال الربع الأخير منها بعد الانتهاء السريع للحرب في العراق واستقرار الأوضاع نسبياً في المنطقة، وهذا ما أدى إلى تحقيق صافي تدفق سالب للاستثمار المحفظي الوارد إلى مصر. ولسيادة حالة من التفاؤل من جانب المستثمرين لتوقعاتهم تحقيق أرباح مع قرب انتهاء عام 2003 وإعلان الشركات لميزانياتها ومع صدور العديد من الإجراءات التي تستهدف استكمال البنية التشريعية لسوق المال وكان من أهمها التعديلات التي أجريت على اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال، فقد تقرر السماح بشراء الأوراق المالية بالهامش بما يسمح بتوفير التمويل اللازم للمستثمرين عن طريق شراء الأوراق المالية بالأجل وإجازة التعامل على أي عدد من الأوراق المالية وتعديل طريقة حساب كل من سعري التداول والإقفال ليتم حسابهما وفقاً لمتوسط الأسعار مرجحاً بالكميات على ألا يقل عددها عن مائة ورقة. كما قرر مجلس إدارة البورصة إلغاء الحدود السعرية للأسهم الأكثر نشاطاً، وكذا إلزام الشركات باخطار البورصة قبل القيام بعمليات بيع وشراء أسهم الخزينة². كل هذا كان له الأثر الإيجابي في عامي 2004 و2005، حيث انخفض صافي التدفق السالب من الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر من -405.2 مليون دولار عام 2003 إلى -225.6 مليون دولار عام 2004، وهذا راجع إلى التعديلات التي حدثت عام 2003 في سوق رأس المال إضافة إلى القرارات والإجراءات التي تم اتخاذها عام 2004 وتم فيها استهداف استكمال البنية التشريعية لسوق رأس المال وتنظيم وتدعيم الثقة في التعاملات وحماية حقوق المستثمرين في البورصة المصرية. وقد شملت هذه الإجراءات إجراء تعديلات على نصوص قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، وكذا نصوص

¹ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2003، ص 78.

² البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2003، ص 90.

بعض القوانين المرتبطة بنشاطها، وهي قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، قانون التمويل العقاري وقانون حوافز وضمانات الاستثمار¹.

وفي عام 2005 حقق الاستثمار المحفظي في مصر صافي تدفق إلى الداخل بلغ 831.1 مليون دولار، كان هذا نتيجة للتعديلات التي حدثت على بيئة سوق رأس المال في السنتين السابقتين بالإضافة إلى صدور عدد من القرارات والإجراءات المنظمة للعديد من مجالات العمل بسوق الأوراق المالية بهدف تحقيق الإصلاحات التشريعية والهيكلية وتدعيم السوق بأدوات وآليات جديدة وفعالة، وفي إطار ذلك تم تعديل بعض أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة ولائحته التنفيذية، وتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقاري، وإضافة باب جديد إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لتنظيم نشاط التوريق، وتحديد القواعد والإجراءات المنظمة لاختيار ممثلي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وكذا إنشاء مركز المديرين لتطوير أداء وتنمية مهارات العاملين في الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتشكيل مجلس أمناء له وإنشاء صندوق لتأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. وفي نفس السنة تم الانتهاء من إنشاء شبكة الربط الإلكتروني بين البورصة وشركة مصر للمقاصة بما يعمل على تنشيط أداء السوق وسرعة ودقة تبادل البيانات والمعلومات. وإضافة إلى ما سبق تم اتخاذ عدة إجراءات بشأن تفعيل برنامج الخصخصة لإنعاش سوق الإصدار وزيادة كفاءته².

كان للإصلاحات السابقة في مجال سوق رأس المال الفضل في ارتفاع صافي تدفق الاستثمار المحفظي الوارد لمصر إلى 2765 مليون دولار عام 2006 مقارنة بـ 831.1 عام 2005، هذا وقد شهدت سنة 2006 استمرار العمل على تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية والمؤسسية لسوق رأس المال المصرية، وهو الأمر الذي انعكس على أدائها لتصبح من أفضل عشرة أسواق مالية صاعدة على مستوى العالم وفقا لمؤشري ستاندرد آند بورز ومورجان ستانلي عن عام 2005. وفيما يتعلق بالجانب التشريعي تم إضافة الباب الحادي عشر لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لحماية مصالح وحقوق المستثمرين والشركات المتعاملة في مجال الأوراق المالية، وقد شمل هذا الباب قواعد حظر التلاعب في الأسعار أو استغلال المعلومات الداخلية سواء بالنسبة للشركات المُصدرة للأسهم أو

¹البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2004، ص 83.

²البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2005، ص 93.

الشركات المتعاملة في مجال الأوراق المالية، وتم تعديل اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي بإضافة أنشطة جديدة لأمناء الحفظ*، كما تم تشكيل مجلس إدارة صندوق حماية المستثمرين**، كما صدر القرار الوزاري الخاص بتعديل الباب العاشر من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المنظم لنشاط التوريق بما يزيل العقبات التي تواجه عملية إصدار سندات التوريق.

وتمثلت أهم ملامح الجانب التنفيذي في إدخال العديد من الأنظمة والأنشطة والأدوات المالية الجديدة خلال السنة، حيث تم العمل بنظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات الجلسة، والتداول الإلكتروني من خلال شبكة الانترنت، كما شهدت السنة قيام بورصتي القاهرة والإسكندرية وشركة مصر للمقاصة بتوقيع اتفاقية مع بورصة أبو ظبي تسمح بإمكانية القيد والتداول المشترك للأوراق المالية المقيدة في كل من البورصتين بما يتفق وأنظمة التداول المطبقة بكل منهما، كما قامت الهيئة العامة لسوق رأس المال بتوقيع مذكرة تفاهم مع هيئة الأوراق المالية بدولة الإمارات المتحدة بهدف حماية المستثمرين في الأوراق المالية وتقرير سلامة أسواق رأس المال¹. كما قامت أيضا بورصتا القاهرة والإسكندرية ومؤسسة داو جونز العالمية بإصدار مؤشر باسم داو جونز مصر والذي يشمل أكبر 20 شركة مصرية مقيدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية، وتم تصميم المؤشر ليستوعب مختلف الأدوات الاستثمارية بما يتيح للمستثمر فرصة أكبر للمشاركة في السوق المصري، وقد انطلق العمل به من منتصف أبريل 2006 ليعكس أداء تلك السوق².

في عام 2007 حدث ما لم يكن متوقعا، وهو تحقيق صافي تدفق للاستثمار الأجنبي غير المباشر خارج مصر بلغ بـ 936.7 مليون دولار، بحيث كانت مبيعات الأجانب للأوراق المالية التي يملكونها في مصر أكبر من مشترياتهم لها، كما تم تحقيق صافي تدفق للخارج للعامين 2008 و2009 على التوالي 936.7 مليون دولار و1400 مليون دولار، وبالرغم من استمرار الإصلاحات المتعلقة ببيئة الاستثمار المحفزي في سوق رأس المال المصرية إلا أن التدفقات نحو الخارج كانت أكبر من التدفقات الواردة إلى مصر في شكل استثمار محفزي.

* أمين الحفظ هو الوسيط بين العميل وشركة الحفظ المركزي وهو بمثابة البنك الذي يوضع فيه العميل أوراقه المالية التي تقوم بدورها بتسجيلها وبعد ذلك يقوم أمين الحفظ بتسليم هذه الأوراق إلى شركة الحفظ المركزي. وهو المسئول الأول عن حركة حساب العميل والذي يقوم بإعطاء كشف حساب للعميل.

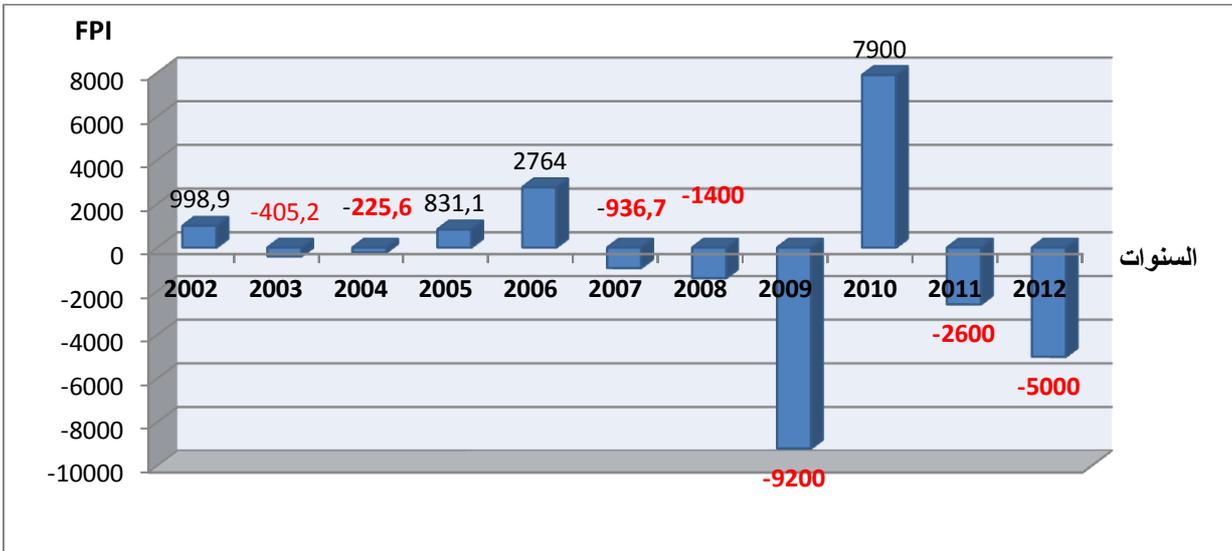
** صندوق حماية المستثمرين هو عبارة عن هيئة مخولة بتأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

¹ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2006، ص 87.

² البنك المركزي المصري، نفس المرجع، ص 88.

في عام 2010 بلغ الاستثمار في محفظة الأوراق المالية في مصر صافي تدفق للداخل قدره 7.9 مليار دولار مقارنة ب صافي تدفق للخارج بلغ 9.2 مليار دولار عام 2009، وقد شمل هذا التدفق صافي تعاملات للأجانب في أذون الخزانة المصرية نحو 5 مليار دولار، وفي صافي الأسهم نحو 1.5 مليار دولار، وفي صافي التعاملات على السندات والصكوك المصرية الأخرى نحو 1.4 مليار دولار¹. وفي عام 2011 حدث وأن تم تحقيق صافي تدفق للخارج من الاستثمار المحفظي بلغ 2.6 مليار دولار، حيث شهد النصف الأول من هذا العام صافي تدفق للداخل قدره 4.5 مليار دولار بينما سجل النصف الثاني من نفس السنة تدفق للخارج قدره 7.1 مليار دولار ناتج عن بيع الأجانب لما بحوزتهم من أوراق مالية خاصة وأذون الخزانة المصرية التي أسفرت عن صافي مبيعات بلغ نحو 6.1 مليار دولار وذلك متأثراً بالأحداث الجارية في مصر خلال نفس السنة². واستمر صافي التدفق للخارج في الارتفاع ليصل إلى نحو 5 مليار دولار عام 2012، وجاء هذا نتيجة لبيع الأجانب لما في حوزتهم من أوراق مالية، خاصة أذون الخزانة المصرية والتي أسفرت عن صافي مبيعات بلغ نحو 4 مليار دولار، وكذا تحول تعامل الأجانب في سوق الأوراق المالية إلى صافي مبيعات بلغ نحو 1.1 مليار دولار مقابل صافي مشتريات بلغ 316.7 مليون دولار³.

شكل رقم 2-5: تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر للفترة 2002-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-5.

¹البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2010، ص 83.

²البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2011، ص 92.

³البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2012، ص 75.

ثانياً: توزيع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر حسب الأقاليم خلال الفترة 2011-2012
 1. تطور أعداد المستثمرين الأجانب المسجلين في سوق رأس المال المصري للفترة 2011-
 2012:

واصل سوق رأس المال المصري في جذب المستثمرين الأجانب الجدد عام 2012 وان كان بمعدلات أقل من عام 2011، حيث شهد العام تسجيل 2140 مستثمر جديد مقارنة بـ 2483 مستثمر في 2011، وهو ما يعود إلى الظروف الاقتصادية الصعبة والمفاهيم المغلوطة عن البورصة المصرية والتي تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق.
 أما على مستوى المؤسسات فكان الوضع أفضل نسبياً، حيث زاد عددها بنفس مقدار عام 2011، وكانت أغلبية المؤسسات التي دخلت حديثاً إلى السوق المصري هي مؤسسات أجنبية 71% تليها المؤسسات المصرية 22% وأخيراً المؤسسات العربية 7%.

والجدول رقم 2-3 يبين عدد المستثمرين الأجانب في سوق رأس المال المصري لنفس الفترة.

جدول رقم 2-3: إجمالي عدد المستثمرين المسجلين في البورصة المصرية خلال الفترة 2011-
 2012

المجموع		مؤسسات		أفراد		
2012	2011	2012	2011	2012	2011	
20082	33569	313	268	19769	33301	مصريين
742	886	104	93	638	793	أجانب عرب
1398	1597	1041	1090	357	507	أجانب غير عرب
22222	36052	1458	1451	20764	34601	الإجمالي

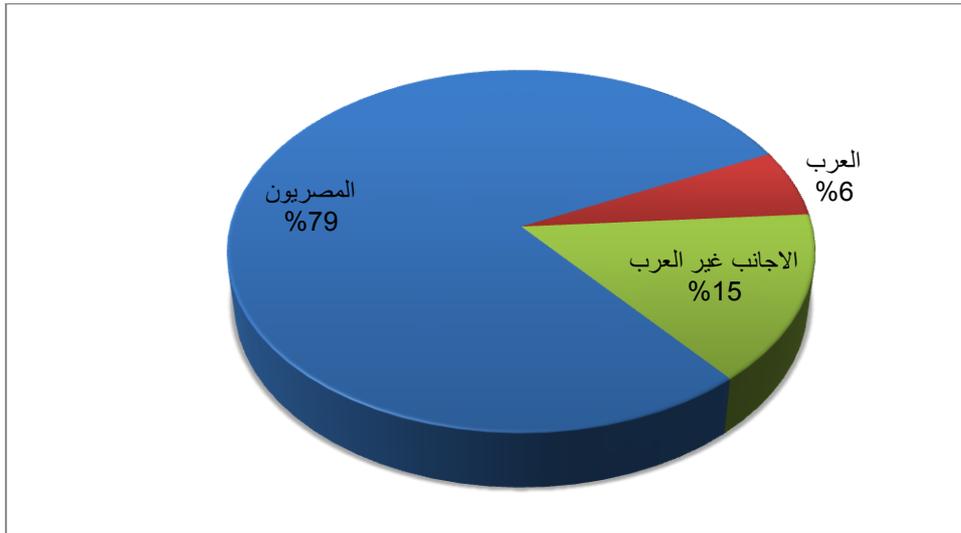
المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 26.

2. تعاملات المصريين والأجانب في سوق رأس المال المصري للفترة 2011-2012:

استحوذ الأجانب على 21% من إجمالي التعاملات في السوق خلال عام 2012، حيث استحوذ المستثمرون الأجانب غير العرب على نحو 15% من إجمالي التعاملات في البورصة بينما استحوذ العرب على 6% من تعاملات السوق وذلك بعد استبعاد الصفقات.

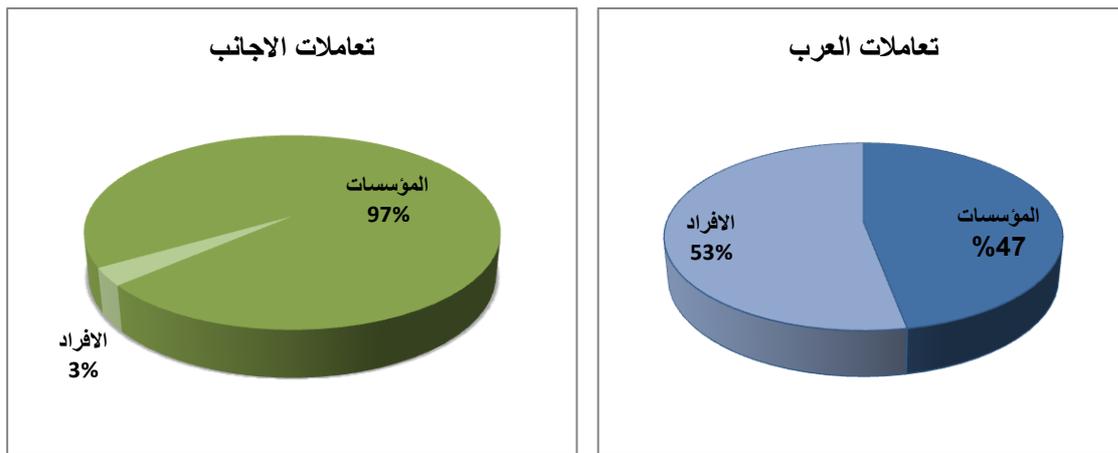
وقد تأثر أداء الأجانب غير العرب بشكل كبير بالإحداث المتتابعة التي عكست حالة سياسية غير مستقرة وان كان الوضع أفضل من عام 2011 نسبياً، حيث تراجعت صافي مبيعاتهم إلى نحو 3.6 مليار جنيه مقارنة بصافي بيع قدره 4.3 مليار جنيه لعام 2011، بينما اتجه العرب إلى الشراء بقوة لينهوا العام بصافي شراء بلغ 1.6 مليار جنيه مقارنة بصافي شراء بحوالي 188 مليون جنيه للعام 2011، وذلك بعد استبعاد الصفقات¹.

شكل رقم 2-6: نسبة القيمة المتداولة للمصريين مقارنة بالأجانب خلال عام 2012*



المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 28.

شكل رقم 2-7: تعاملات العرب والأجانب في البورصة المصرية خلال عام 2012*.

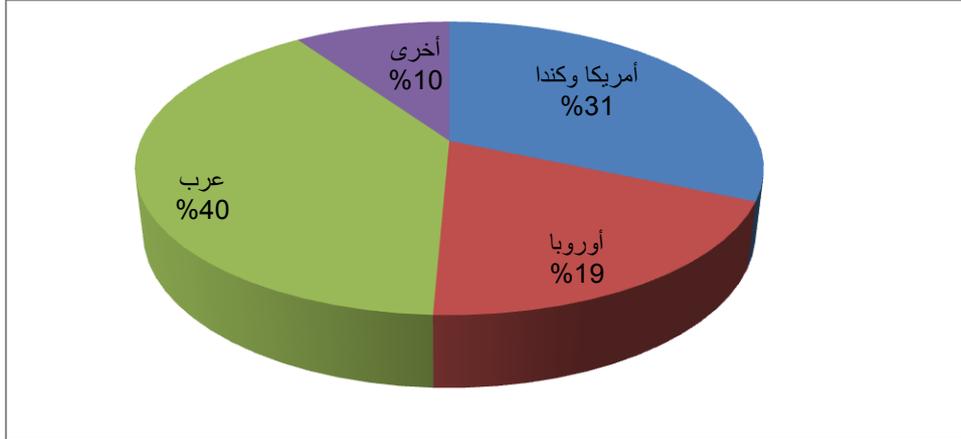


المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 28.

¹ التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 27.
* بعد استبعاد الصفقات.

وبالنظر إلى توزيع الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة الوافدة إلى مصر، فقد استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من تعاملات الأجانب في السوق المصري بنسبة 40% من إجمالي الاستثمارات المحفظية الأجنبية خلال عام 2012 بعد استبعاد الصفقات، بينما بلغ نصيب العرب نحو 29% ثم أمريكا وكندا بنسبة 23% من إجمالي الاستثمارات المحفظية خلال نفس السنة.

شكل رقم 2-8: التوزيع الجغرافي للاستثمار المحفظي الأجنبي في مصر خلال عام 2012*



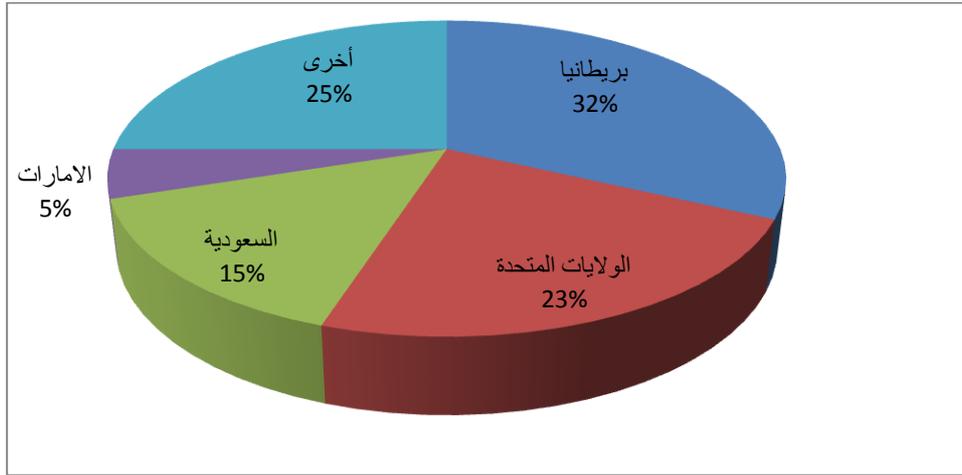
المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 29.

وعلى مستوى الدول فقد استحوذت كل من بريطانيا والولايات المتحدة على نحو 32% و 23% على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب خلال عام 2012، وتلتها كل من السعودية والإمارات بنصيب بلغ 15% و 5% على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب بعد استبعاد الصفقات، و بلغت حصة كل من فلسطين والكويت حوالي 3% بينما لم تمثل البحرين وقطر سوى أقل من 1% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري¹.

*بعد استبعاد الصفقات.

¹التقرير السنوي للبورصة المصرية، مرجع سابق، ص 28.

شكل رقم 2-9: تعاملات الأجانب في سوق رأس المال المصري حسب الدول خلال عام 2012*



المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2012، ص 29.

المبحث الثاني: تطور التدفقات المالية الدولية الواردة إلى الجزائر

تطلب تطبيق نموذج الصناعات المصنعة في الجزائر توفير رؤوس أموال ضخمة عجزت الخزينة العمومية على توفيرها، إذ كانت تهيمن على الوضعية المالية الجزائرية خلال فترة التخطيط المركزي، ومع تعرض الاقتصاد الجزائري لهزات عنيفة في منتصف الثمانينات أصبح القيام بإصلاحات اقتصادية ضرورية حتمية لا مفر منها، ونظرا لعجز المدخرات المحلية في هذا البلد فقد تم الاهتمام في هذه الإصلاحات برأس المال الأجنبي حيث تم تغيير القوانين والتشريعات وفتح المجال أمام رأس المال الأجنبي لمشاركته في الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: مناخ الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد الجزائري

سنحاول في هذا المطلب أن نعطي لمحة عن بيئة الاستثمار الأجنبي في الجزائر، وكذا التطرق إلى بعض المحطات التي مر بها الاقتصاد الجزائري.

أولا: مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر

3. مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر:

الجزائر هي الأخرى من بين دول شمال إفريقيا التي تتوفر على بيئة مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر، إذ توجد قطاعات كثيرة بحاجة إلى تكنولوجيا ورؤوس أموال ضخمة لتنميتها، ومن بين تلك القطاعات قطاع المحروقات، قطاع الطاقات المتجددة، قطاع الصناعة، الخدمات، البناء والأشغال، الزراعة، السياحة، التجارة، النقل والمواصلات، الصحة. وإضافة إلى هذا فإن الجزائر تتمتع بإمكانية الوصول إلى الأسواق الإقليمية وذلك للأسباب التالية:

✓ الموقع الجيوستراتيجي المجاور للأسواق الأوروبية، الإفريقية و العربية.

✓ 7 أسواق حدودية (تونس - ليبيا - النيجر - مالي - المغرب - الصحراء الغربية - موريطانيا).

✓ الإنضمام إلى اتفاقية المنطقة العربية للتبادل الحر.

✓ الشراكة الأور-جزائرية.

إضافة لما سبق فالجزائر تتمتع ببنية تحتية تتوافق مع المعايير الدولية وكلها تخدم المستثمر الأجنبي، وفوق هذا فإن الجزائر منظمة إلى الاتفاقيات الدولية لحماية المستثمرين، والتوقيع على 45 اتفاقية ثنائية للترقية والحماية المتبادلة للاستثمارات.

ونظرا لأن الاستثمار الأجنبي المباشر يعتبر أحد أهم رؤوس الأموال بسبب الدور المهم والحيوي الذي يلعبه في الرفع من القدرات الإنتاجية للاقتصاديات الوطنية، فقد تبنت الجزائر منذ أواخر الثمانينات سياسة الانفتاح الاقتصادي التي تهدف إلى معالجة اختلال الاقتصاد الوطني، حيث قامت بتحسين مناخها الاستثماري وتطهير بيئة أعمالها من خلال توفير الإطار القانوني والتنظيمي من أجل الظفر بأكبر قدر ممكن من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، بالإضافة إلى العمل على تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي ومحاولة جعلها أكثر استقرارا وفي مستويات مقبولة¹.

ومن أجل الظفر بالمزايا التي يتيحها الاستثمار الأجنبي المباشر، قامت الجزائر بعدة إجراءات لغرض جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، و يمكن إيجاز هذه الإجراءات فيما يلي:
بعد حصول الجزائر على الاستقلال، وبالتحديد في عام 1963 وفي ظل حاجة الاقتصاد الجزائري إلى رؤوس أموال أجنبية بسبب قلة الأموال المحلية، قامت الجزائر بإصدار القانون رقم 36-277 في 26 جويلية 1963 الذي استهدف استقطاب الاستثمار الاجنبي المباشر، حيث تم من خلاله منح ضمانات للمستثمرين والتي تمثلت فيما يلي²:

✓ حرية الاستثمار للأشخاص المعنويين والطبيعيين الأجانب.

✓ حرية التنقل والإقامة بالنسبة لمستخدمي ومسيري هذه المؤسسات.

✓ المساواة أمام القانون ولا سيما المساواة الجبائية.

✓ الضمان ضد نزع الملكية.

¹ ابن عيشي عمار، بن ابراهيم الغالي، واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص مستويات البطالة في الجزائر خلال الفترة (1990-2010)، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة للقضاء على البطالة و تحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسيلة، الجزائر، 15-16 نوفمبر 2011.

² قانون رقم 277/63 الصادر في 1963/07/26 يتضمن قانون الإستثمار ج ر رقم 53 ب 1963/08/02.

ونظرا لأن القانون رقم 63-277 لم يعرف تطبيقا، قامت الجزائر بإصدار قانون جديد 66-284 في 15 سبتمبر 1966، ومن أهم ما جاء في هذا القانون هو أن الاستثمارات الخاصة لا تنجز بحرية في الجزائر، حيث ترجع مبادرة الاستثمار في القطاعات الحيوية إلى الدولة والهيئات التابعة لها، أما رأس المال الخاص الوطني أو الأجنبي فيمكنه الاستثمار في القطاعات الأخرى بشرط الحصول على اعتماد من قبل السلطات الإدارية¹.

وفي ظل الشروط التعسفية اتجاه الأجانب التي تضمنها القانون رقم 63-277، باء هذا القانون أيضا بالفشل لأن المستثمر الأجنبي وجد نفسه مقيد من طرف الدول نظرا لان الدولة هي من كانت تتولى تسيير النشاط الاقتصادي، وفي عام 1982 تبنت الجزائر قانونا يتعلق بتأسيس الشركات مختلطة الاقتصاد وكيفية تسييرها، وبهذا تكون قد أكدت نيتها في تفضيل الاستثمار عن طريق الشركات المختلطة.

تأكدت فكرة الشركات المختلطة عام 1986، فبعد الأزمة التي عرفت الجزائر بعد انهيار أسعار البترول جاء هذا القانون ليعدل القانون 13/82، و قد مكن هذا القانون الشركات الأجنبية من التدخل في قطاع المحروقات عن طريق الشراكة مع المؤسسة الوطنية سوناطراك شريطة ألا يتعدى رأسمال الأجنبي 49%، وقد أعطى هذا القانون المستثمر الأجنبي جملة من الحقوق والامتيازات كضمانات التعويض في حالة نزاع الملكية أو التأمين، كما منح تحفيزات ضريبية².

وابتداء من نهاية الثمانينات تم إصدار القانون رقم 90-10 في 14 أفريل 1990 الذي عرف بقانون النقد والقرض، وهذا القانون أعطى الحرية التامة للمستثمر الأجنبي في اختيار شكل الاستثمار المباشر، سواء بالشراكة أو القيام بالمشروع وحده، كما أزال بعض العراقيل على بعض تحويلات رؤوس الأموال، ومن بين النصوص التي جاء بها هذا القانون ما يلي³:

✓ يرخص لغير المقيمين بتحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر لتمويل أية نشاطات اقتصادية.

✓ يمكن إعادة تحويل رؤوس الأموال والمداخيل والفائدة وسواها من الأموال المتصلة بالنشاطات الاقتصادية التي يديرها الأجانب.

¹ عليوش قربوع آمال، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص 8.
² بوخورس عبد الحميد، بلعبيدي عايدة عبير، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على سوق العمل في الجزائر، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة للقضاء على البطالة و تحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسيلة، الجزائر، 15-16 نوفمبر 2011.

³ قانون رقم 90-10 الصادر في 14 افريل 1990، الجريدة الرسمية، العدد 16، الجزائر، 1990.

بعد هذا التقدم الملحوظ في خفض العراقيل أمام المستثمر الأجنبي ومنحه بعض التحفيزات وبعد سلسلة من القوانين التي صدرت، تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-12 الصادر في 5 أكتوبر 1993 والمتعلق بترقية الاستثمارات، والذي جاء فيه ما يلي¹:

✓ يحدد هذا المرسوم النظام الذي يطبق على الاستثمارات الوطنية الخاصة وعلى الاستثمارات الأجنبية التي تنجز ضمن الأنشطة الاقتصادية الخاصة بإنتاج السلع أو الخدمات غير المخصصة للدولة أو لفروعها، أو لأي شخص معنوي معين بموجب نص تشريعي.

✓ تنجز الاستثمارات بكل حرية مع مراعاة التشريع والتنظيم المتعلقين بالأنشطة المقننة.

✓ إنشاء وكالة لترقية الاستثمارات ودعمها ومتابعتها، حيث تكلف الوكالة بمساعدة المستثمرين في استيفاء بعض الشكليات اللازمة لانجاز استثماراتهم.

✓ تستفيد الاستثمارات التي تنجز بتقديم حصص من رأس المال من عملة قابلة للتحويل الحر ومسعرة رسمياً من البنك المركزي الجزائري، إضافة إلى ضمان تحويل رأس مال المستثمر والعوائد الناجمة عنه.

✓ يمكن أن تستفيد الاستثمارات التي تمثل أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني من امتيازات إضافية طبقاً للتشريع المعمول به، لاسيما من حيث حجم المشروع ومميزات التكنولوجيا المستعملة، وارتفاع نسبة الإنتاج، وارتفاع الأرباح بالعملة الصعبة أو من حيث مردودية هذه الاستثمارات على المدى الطويل.

وفي عام 2001 قامت الجزائر بإصدار الأمر رقم 01-03 الصادر في 20 أوت 2001، والمتعلق بتطوير الاستثمار، والذي كانت تهدف من ورائه إلى خلق مناخ ملائم لتنشيط الاستثمارات المحلية و الأجنبية، وبالفعل جاء هذا الأمر بمستجدات تم إهمالها في المرسوم التشريعي رقم 93-12، وهذا الأمر هو عبارة عن قانون معدل ومتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-12، ومن بين ما جاء فيه ويخدم المستثمر الأجنبي ما يلي²:

✓ تنجز الاستثمارات في حرية تامة مع مراعاة التشريع والتنظيمات المتعلقة بالنشاطات المقننة وحماية البيئة.

¹ مرسوم تشريعي رقم 93-12 الصادر في 5 أكتوبر 1993، الجريدة الرسمية، العدد 64، الجزائر، 1993.

² الأمر رقم 01-03 الصادر في 20 أوت 2001، الجريدة الرسمية، العدد 47، الجزائر، 2001.

✓ زيادة على الحوافز الضريبية وشبه الضريبية والجمركية، يمكن أن تستفيد الاستثمارات المحلية والأجنبية في النشاطات الاقتصادية المنتجة للسلع والخدمات وكذا الاستثمارات التي تنجز في إطار منح الامتياز أو الرخصة، من المزايا التالية:

- تطبيق النسبة المخفضة في مجال الحقوق الجمركية فيما يخص التجهيزات المستوردة والتي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.

- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.

- الإعفاء من دفع رسم نقل الملكية بعوض فيما يخص كل المقتنيات التي تمت في إطار الاستثمار المعني.

✓ تستفيد من مزايا خاصة تلك الاستثمارات التي تنجز في المناطق التي تتطلب تميمتها مساهمة خاصة من الدولة، وكذا الاستثمارات ذات الأهمية الخاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني، لاسيما عندما تستعمل تكنولوجيا من شأنها أن تحافظ على البيئة.

✓ يعامل الأشخاص الطبيعيون والمعنويون الأجانب بمثل ما يعامل به الأشخاص الطبيعيون والمعنويون الجزائريون في مجال الحقوق والواجبات ذات الصلة بالاستثمار، ويعامل جميع الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الأجانب نفس المعاملة مع مراعاة أحكام الاتفاقيات التي أبرمتها الدولة الجزائرية مع دولهم الأصلية.

ولقد تم تعديل وإتمام هذا الأمر بالأمر 08/06 المؤرخ في 15 جويلية 2006، حيث نص هذا

الأخير على ديمومة الضمانات التالية¹:

✓ عدم المساس بالامتيازات المحصل عليها.

✓ تحويل رؤوس الأموال و المداخل.

✓ المساواة في التعامل مع كل المستثمرين.

✓ تغطية عن طريق المعاهدات والاتفاقيات الدولية والثنائية وحماية الاستثمارات.

✓ إمكانية الطعن الإداري.

¹بوخورس عبد الحميد، بلعبيدي عايدة عبيد، مرجع سابق.

✓ إمكانية اللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة قيام نزاع بين الدولة الجزائرية والمستثمرين غير المقيمين.

وقد حدثت عدة تعديلات على الأمر رقم 01-03، وكلها هدف من خلالها المشرع الجزائري إلى العمل على تعميق الإصلاحات الاقتصادية وتحسين فعاليتها، وذلك بتوفير الأدوات القانونية التي تلائم مرحلة التطور الاقتصادي، السياسي والاجتماعي، والذي يؤدي إلى خلق المناخ الملائم لدفع وتنشيط الاستثمارات الوطنية والأجنبية بطريقة تمكن من تحفيز النشاط الاقتصادي وخلق مناصب الشغل و نقل التكنولوجيا اللازمة. وكنتيجة لهذه الإصلاحات تم استقطاب العديد من المستثمرين الأجانب في العديد من القطاعات، إلا أن العائق الوحيد الذي لازال قائما والذي تم التأكيد عليه في قانون المالية التكميلي الصادر في 22 جويلية 2009 تحت الأمر رقم 09-01، والمتمم للأمر رقم 01-03 والمتعلق بتطوير الاستثمار، هو ذلك العائق المتمثل في قاعدة 51%/49% حيث جاء في الأمر رقم 01-09 أنه لا يمكن انجاز الاستثمارات الأجنبية إلا في إطار شراكة تمثل فيها المساهمة الوطنية المقيمة 51% على الأقل من رأس المال الاجتماعي¹.

4. مناخ الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

منذ حصول الجزائر على الاستقلال عام 1962 وإلى غاية عام 1988 كانت الجزائر تتبنى النظام الاقتصادي الاشتراكي الذي يتميز بسيطرة القطاع العام على المشاريع الاقتصادية، الأمر الذي يفرض بطبيعة الحال تحمل الدولة عبئ توفير رؤوس الأموال لهذه المشاريع ومتابعتها ودعمها وإنقاذها في كثير من الأحيان، ومع التطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي كان من الضروري قيام الجزائر بإصلاحات تمكنها من التماشي مع هذه التطورات ففي عام 1988 منحت الدولة الاستقلالية للمؤسسات العمومية، كما أعلنت الدولة في بداية عام 1990 انتقال اقتصادها من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق، وبالتالي توقف الدولة عن تمويل المشاريع مما جعل هذه الأخيرة تعتمد على طرق التمويل التقليدية أي عن طريق البنوك بالإضافة إلى قيامها بمجهودات في التسيير للحصول على تمويل ذاتي كافي، إلا أن هذه الطرائق التمويلية أصبحت مكلفة وكان من الضروري مع هذه المعطيات الاقتصادية ظهور فكرة البورصة في الجزائر قصد تكملة وتنويع مصادر التمويل.

¹ الأمر رقم 01-09 الصادر في 22 جويلية 2009، الجريدة الرسمية، العدد 44، الجزائر، 2009.

وفكرة إنشاء بورصة الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أُعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، وفي نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة¹.

في مطلع عام 1990 اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات تم إنشاء مؤسسة تحت اسم "شركة القيم المنقولة"، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال هذه الشركة فقد قدر بمبلغ (320000 دج)، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

وفي عام 1992 مرت هذه الشركة بفترة حرجة نتيجة لضعف رأسمالها الاجتماعي وغموض الدور الذي يجب أن تلعبه، حيث تم في فيفري 1992 رفع رأس مال الشركة إلى (932000 دج) كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة القيم المنقولة والتي تأسست بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وبعد أن كانت صناديق المساهمة هي التي تمتلك أسهم الشركات، دخلت الجزائر مرحلة الخصخصة وأصبح الأفراد بإمكانهم اقتناء أسهم المؤسسات².

ومنذ نهاية 1996 كان تقريبا كل شيء جاهز من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

✓ تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة.

✓ أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

✓ تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى جانب شركة تسيير القيم مع تمديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل، ومع بداية عام 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة الذين بلغ عددهم 39 وسيطا يمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين.

وبالرغم من وجود بورصة في الجزائر إلا أنها تعتبر بورصة غير نشطة لسببين، هما أن العمليات التي تجري فيها من طرف المستثمرين المحليين ضئيلة جدا، والسبب الآخر هو أنها غير مفتوحة أمام

¹ دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.

² دالي علي لمياء، مرجع سابق.

الأجانب للاستثمار فيها، وبالتالي الشيء الذي يظهر لنا هنا هو أنه لا يوجد استثمار أجنبي محفظي وافد إلى الجزائر.

إذن فما يمكن قوله هو أن مناخ الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر لازال غير قادر على استقطاب مستثمرين أجانب بسبب عدم فتح المجال للمستثمر الأجنبي للدخول إلى بورصة الجزائر.

ثانيا: محطات لتحول الاقتصاد الجزائري

أقدمت الجزائر على القيام بعدة برامج وإصلاحات اقتصادية ابتداء من عام 1967، وكل تلك البرامج والإصلاحات التي قامت بها ساعدت على كسب الجزائر مكانة اقتصادية معتبرة، كما أدت أيضا إلى تحسين الوضع الاقتصادي للبلد والمساهمة في استقطاب رؤوس أموال أجنبية في شكل استثمار أجنبي مباشر، خاصة تلك البرامج التنموية التي انطلقت فيها ابتداء من عام 2001.

1. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1962-1989:

خلال الفترة 1962-1965 واجهت الجزائر العديد من المشاكل الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية، ذلك أن الاستعمار لم يخرج منها إلا بعد أن ترك رواسب متعفنة كان على النظام الجديد أن يزيلها للبناء من جديد، ولهذا فقد تركزت جهود الدولة في هذه المرحلة على معالجة المشاكل الاقتصادية والاجتماعية الموروثة عن الاستعمار، وقد اعتمدت الجزائر في هذا المجال على توجيهات مؤتمر طرابلس الذي قرر العمل بالنظام الاشتراكي كمنهج لتحقيق التطور في جميع الميادين وذلك عن طريق:

✓ الإصلاحات الزراعية التي تجسدت في تأميم أراضي المعمرين وتوزيعها على المسير ذاتيا بموجب مرسوم مارس 1963.

✓ تأميم بنك الجزائر الذي تحول إلى البنك المركزي الجزائري وإلغاء العملة الفرنسية واستبدالها بالدينار الجزائري في جانفي 1963.

✓ البدء في استرجاع الثروات الطبيعية والاشتراك مع الشركات الأجنبية بنسب ضئيلة لا تتعدى 40%.

✓ ظهور شركات وطنية أبرزها شركة سوناطراك عام 1963 ومهمتها نقل وتسويق المحروقات.

✓ وضع سياسة اجتماعية لتحسين مستوى المعيشة والقضاء على الأمية وتحسين الظروف الصحية.

وانطلاقاً من عام 1967 اعتمدت الجزائر مجموعة من المخططات الاقتصادية، حيث شهدت الفترة 1967-1989 أربعة مخططات تنموية، مخطط ثلاثي 67-69، مخططين رباعيين 70-77، ومخطط خماسي أول 80-84 وثاني 85-89.

وخلال هذه الفترة كان الاقتصاد الجزائري اقتصاداً إدارياً يخضع لنظام يعتمد على التخطيط الموجه ويقطاع عام مسيطر، ومنحت إستراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتبناة للدولة دوراً مركزياً في جميع الميادين.

ففي الخطة الثلاثية 1967-1969 تم التركيز على الاستثمار في المجالات الصناعية الأكثر أهمية والضرورية لإيجاد قاعدة صناعية متكاملة تعمل على تحقيق التنمية الصناعية، وقد تم تخصيص مبلغ قدر بـ 11.081 مليار دينار لتمويل هذا المخطط، وتم التركيز فيه على العديد من القطاعات أهمها قطاع الصناعة، الفلاحة، السكن، التربية والتكوين... الخ (انظر الملحق رقم 2-6).

أما المخطط الرباعي الأول 1970-1973 فكان الهدف الرئيسي منه هو إنشاء قاعدة لنهضة اقتصادية واجتماعية وثقافية ضرورية لتلبية حاجيات المواطنين على أحسن وجه، حيث تم تخصيص مبلغ قدر بـ 27.740 مليار دينار لهذا المخطط، وتم التركيز فيه على التجهيز الإداري، التعليم والتكوين، الزراعة، الصناعة، النقل والمرافق الأساسية... الخ (انظر الملحق رقم 2-7).

بينما المخطط الرباعي الثاني 1974-1977 تمثلت أهدافه في نفس أهداف المخططات السابقة (انظر الملحق رقم 2-8) بالإضافة إلى التركيز على رفع الإنتاج وتوزيع التنمية عبر كامل الوطن، حيث تم تخصيص مبلغ قدره 110.217 مليار دينار.

ونظراً للاختلالات التي عرفها الاقتصاد الجزائري في المخططات السابقة، قامت الجزائر بالشروع في مخططين خماسي أول وثاني للفترة 1980-1989، حيث في الخماسي الأول تم التركيز على قطاع الفلاحة والري، الصناعة، البناء والأشغال العمومية، القطاع شبه المنتج وقطاع الهياكل الصناعية (انظر الملحق رقم 2-9).

وفي عام 1985 أعلنت الجزائر عن المخطط الخماسي الثاني للفترة 1985-1989، وهو عبارة عن مخطط تكميلي لأهداف المخطط الخماسي الأول (انظر الملحق رقم 2-10)، إلا أن هذا المخطط باء بالفشل نظراً لأن فترة هذا البرنامج تزامنت مع الأزمة النفطية لعام 1986، وهذه الأزمة انعكست سلباً على الاقتصاد الجزائري كون أن أكثر من 80% من إيرادات الجزائر هي عبارة عن عائدات قطاع

المحروقات، وهو ما تجسد في العديد من الآثار السلبية أهمها ارتفاع معدلات البطالة وزيادة معدلات التضخم وتفاقم حدة الديون الخارجية.

ونظرا للآثار السلبية التي تعرضت لها الجزائر في فترة الخماسي الثاني، كان لزاما عليها إعادة النظر من جديد في استراتيجياتها التنموية وسياساتها الاستثمارية تماشيا مع توجهاتها الجديدة والتي تهدف إلى فتح اقتصادها وتحرير المنافسة بغية التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق.

2. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1988-2012

بعد أن أثبت النظام الاقتصادي الموجه فشله في الجزائر بعد أزمة البترول لعام 1986، و الذي تجسد في تلك الآثار السلبية والتي منها التضخم، البطالة، ضعف الجهاز الإنتاجي وظهور العجز في خزانة الدولة... الخ، كل هذا دفع الجزائر إلى القيام ببعض الإصلاحات والتعديلات التي من شأنها إنعاش الاقتصاد الوطني والمساهمة في نموه. حيث في عام 1988 شرعت السلطات العامة في تنفيذ العديد من الإجراءات لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والإصلاحات الهيكلية ومن بينها ما يلي¹:

أ. **استقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية**: أدخلت الجزائر إصلاحات مهمة بداية باستقلالية المؤسسات بهدف تحقيق اللامركزية في اتخاذ القرارات، تمثلت في القانون رقم 88-01 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات الاقتصادية الذي يمنح هذه المؤسسات درجة واسعة من الحرية.

ب. **إعادة تنظيم التجارة الخارجية**: عن طريق إلغاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية (قانون المالية التكميلي 1990)، ويسمح باللجوء إلى الوسطاء من أجل إنجاز المعاملات مع الخارج ورفع القيود المتعلقة بدخول العملات الأجنبية وفي تجارة الاستيراد (تعليمية رقم 03-91 بنك الجزائر في ماي 1991)، وتشير هذه التعليمية إلى أن أي شخص مادي أو معنوي له صفة التاجر يمكن أن يقوم بالاستيراد في كل السلع بدون اتفاق أو تصريح مسبق ما عدا القيام بتوطين العملية لدى بنك وسيط معتمد.

ت. **منح مكانة أكثر أهمية للقطاع الخاص الوطني**: حسب نصوص القانون رقم 88-85 المؤرخة في 12 جويلية 1988، فإن سقف الاستثمارات المثبتة بالقانون رقم 82-11 المؤرخة في 21 أوت 1982 وصل إلى 30 مليون دج، وأن القانون 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990 والمتعلق بقانون

¹ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 1990-2000، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003، ص ص 199-201.

النقد والقرض يسمح للمقيمين بتحويل الأموال إلى الخارج لضمان تمويل نشاطات مكملة لنشاطاتهم في الخارج متعلقة بالسلع والخدمات في الجزائر.

ث. تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في كل القطاعات غير التابعة للدولة: حسب نصوص قانون النقد والقرض المؤرخ في 14/04/1990 فإنه يرخّص لغير المقيمين بتحويل أموالهم إلى الجزائر لتمويل كل الأنشطة الاقتصادية غير المخصصة للدولة أو لمؤسساتها أو لأي شخص معنوي مشار إليه صراحة بموجب نص قانوني.

وفي أبريل 1991 شرعت الجزائر في دفعة ثانية من الإصلاحات، حيث تم توقيع الاتفاق مع صندوق النقد الدولي الذي اشترط في مقابل القروض الممنوحة إجراءات تعميق الإصلاحات الاقتصادية التي تم الشروع فيها، وهذه الدفعة الثانية من الإصلاحات توجت بإصدار نصين أساسيين هما¹:

✓ المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في أكتوبر 1993 المتعلق بترقية الاستثمارات الذي ألغى النظرة القديمة التمييزية بين الاستثمار الخاص والعام وأدى إلى:

- إنشاء حرية الاستثمار بالشكل المرغوب من صاحب المشروع.
- وضع نظام تشجيعي وتوجيهي للاستثمار.
- خضوع الاستثمار إلى نظام بسيط للإشهار.
- تكريس الضمانات للمستثمر وخاصة حرية تحويل رؤوس الأموال المستثمرة ومداخيلها واللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة النزاع.

✓ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتعلق بمراجعة القانون التجاري وخاصة توسيع الأشكال القانونية للشركات وكذا إدخال أدوات جديدة في التجارة مثل التوريق والتمويل الإيجاري.

وفي الفترة 1994-1995 قامت الجزائر بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي بإبرام برنامج للاستقرار الاقتصادي، وتبعه برنامج التعديل الهيكلي للفترة 1995-1998، وهذين البرنامجين أبرمتها الجزائر لعدة أسباب أهمها محاولة تحقيق ما يلي²:

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 202.

² نفس المرجع، ص 205-207.

- ✓ ضبط الانفاق العام وتشديد السياسة النقدية لاحتواء الطلب الكلي وتحقيق التوازن الداخلي والخارجي مع مرور الزمن.
- ✓ تخفيف الضغوط الناتجة عن ارتفاع أعباء الدين الخارجي، وذلك بإعادة جدولة ما يزيد عن 17 مليار دولار على مدى سنوات البرنامج.
- ✓ تعديل الأسعار النسبية وتحرير التجارة الخارجية وتخفيض الرسوم الجمركية.
- ✓ تخفيض قيمة العملة بنسبة 40.17% في أبريل 1994، وتعديل قيمة الدينار القابل للتحويل إلى عملات أجنبية.
- ✓ استعمال آليات تسمح بالانتقال إلى اقتصاد السوق والشروع في إصلاحات هيكلية للمؤسسات وإعفائها من تسديد الديون للخزينة.
- ✓ تحرير أسعار الفائدة وإعطاء استقلالية أكبر للبنوك التجارية في منح القروض.
- ✓ فتح رأسمال الاجتماعي للمؤسسات العمومية للمستثمرين المحليين والأجانب، والأمر (95-22) حدد حوالي 300 مؤسسة أو وحدة إنتاج.
- ✓ طلب الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة وبدأ المفاوضات مع الاتحاد الأوروبي عام 1997.
- وفي الفترة 2001-2012 قامت الجزائر بالإعلان والشروع في مجموعة من البرامج، برنامج الإنعاش الاقتصادي 2001-2004، برنامج دعم النمو الاقتصادي 2005-2009، البرنامج الخماسي 2010-2014. حيث ساهمت هذه البرامج في تحسين الاقتصاد الجزائري من خلال التحسن الذي طرأ على الكثير من القطاعات، وأيضا امتصاص نسبة البطالة، حيث انخفضت من 27.30% عام 2001 إلى 9.7% عام 2012، كما ساهمت هذه البرامج أيضا في زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث ارتفع من 438 مليون دولار عام 2000 إلى 2571 مليون دولار عام 2011 (انظر الملحق رقم 2-11).

المطلب الثاني: تحليل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر

نتيجة للعراقيل والقيود التي وقفت أمام تحقيق تنمية شاملة، دخلت الجزائر في مرحلة جديدة من الإصلاحات مست كل الميادين، مما فتح صفحة جديدة من التعامل مع ملف الاستثمار الأجنبي المباشر، وعلى هذا الأساس قامت بتعديل القوانين المتعلقة بهذا النوع من الاستثمار. ويعتبر عام 1990 بداية إعطاء الحرية التدريجية للمستثمر الأجنبي للاستثمار في الجزائر، وتجسد هذا في القانون

90-10 الذي يعتبر خطوة هامة في تطور سياسة التوجه نحو فتح المجال للتدفقات المالية الدولية الواردة في شكل استثمار أجنبي مباشر.

أولاً: تطورات صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر خلال الفترة 1990-2012

قبل صدور قانون القرض لعام 1990 كان قانون الاستثمار في الجزائر لا يعطي الحرية للمستثمر الأجنبي في اختيار نوع الاستثمار الذي يريده، حيث كان على المستثمر الأجنبي أن يقوم بالاستثمار في شكل شراكة لا غير، وبعد صدور القانون 90-10 الذي أعطى الحرية للمستثمر الأجنبي في اختيار نوع المشروع، وفي ظل كل الإصلاحات الاقتصادية والبرامج التنموية التي قامت بها الجزائر ارتفع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من 0.334914 مليون دولار عام 1990، ليصل أقصى قيمة له والتي بلغت 2746 مليون دولار عام 2009. ولاشك أن الزيادة في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر هي انعكاس مباشر لأهم التطورات التي طرأت على مناخها الاستثماري.

وبالرغم من اتخاذ الجزائر لبعض الإجراءات التي من كونها تسهيل المجال للمستثمر الأجنبي منذ بداية التسعينات، وذلك من خلال التشريعات التي توفر لهم الضمانات والمزايا الكافية، إلا أن الظاهر هو انخفاض جاذبية الجزائر لهذا النوع من الاستثمار حتى نهاية النصف الأول من التسعينات (انظر الملحق رقم 2-11)، ويعزى هذا الضعف إلى جملة من العوامل كضعف الأداء الاقتصادي وتدهور الوضع السياسي، وخلال النصف الثاني من التسعينات الذي شهد استرجاع الجزائر لتوازناتها المالية والنقدية نتيجة تطبيق برنامج التعديل الهيكلي، فقد شهدت الجزائر زيادة في التدفقات الواردة إليها، لكن هذه التدفقات اقتصرت في أغلبها على قطاع المحروقات من خلال دخول عدة شركات، منها الشركة الأمريكية (PETROFAC RESOURCES INTERNATIONAL)، الشركات الأوروبية (AGIP)، (CEPSA, ELF/TOTALFINA) وفي عام 1999 قُدرت التدفقات الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 507 مليون دولار، حيث بلغ نصيب قطاع المحروقات منها 500 مليون دولار، وهذا يدل على محدودية هذه الزيادة لأنها لم تشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى¹.

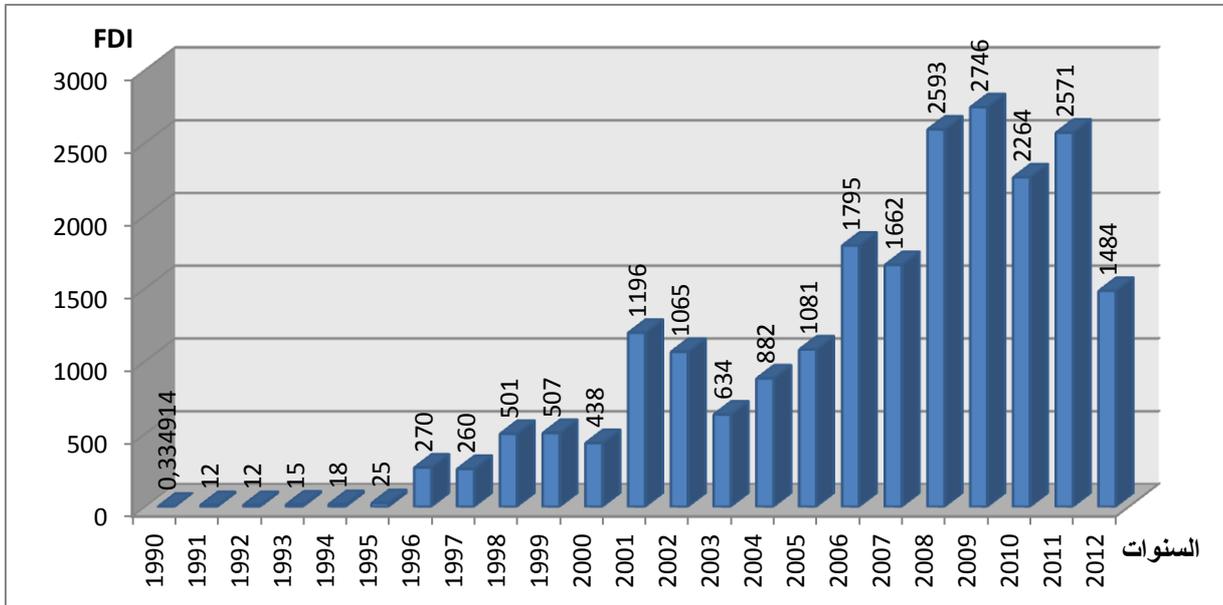
وبالرغم من أن الجزائر حققت بعض التوازنات الاقتصادية على المستويين الداخلي والخارجي، إلا أن ذلك لم يكن بالحافز الكافي لتدفق المزيد من الاستثمار الأجنبي نتيجة عدم الاستقرار السياسي والأمني والذي نتج عنه ما يلي:

¹ عميروش محند شلغوم، مرجع سابق، ص 242-234.

- ✓ تدمير العديد من المشاريع الإنتاجية العامة والخاصة، الوطنية والأجنبية، بفعل الأعمال الإرهابية.
- ✓ إغلاق العديد من المؤسسات الإنتاجية وتوقفها بسبب مغادرة اليد العاملة.
- ✓ تهديد الأجانب واستهداف ممتلكاتهم، وقد تم اغتيال العديد منهم ممن كانوا في مهمات عمل أو سياحة.

وبهذا فقد تجلت المخاطر السياسية في أقصى صورها، مما جعل الاستثمار في الجزائر خلال عشرية التسعينات ضرب من المخاطرة، وإن صح التعبير فإن هذا الخطر لازال موجود ولو بنسبة قليلة، وهذه النسبة القليلة من الخطر يمكن أن تؤثر في حجم معتبر من تدفق الاستثمارات الأجنبية. ومع بداية الألفية الثالثة، فقد تجلى بوضوح تحسن استقطاب الجزائر للاستثمار الأجنبي المباشر (انظر الملحق رقم 2-11)، حيث تجاوز التدفق عتبة المليار دولار لأول مرة في عام 2001 نتيجة استعادة الجزائر الاستقرار السياسي بفضل قوانين الوثام المدني والمصالحة الوطنية¹، بالإضافة إلى استمرار تحسن الأداء الاقتصادي نتيجة تطبيق برامج الإنعاش الاقتصادي ودعم النمو، وتعديل التشريعات بما يتناسب مع رغبات المستثمرين الأجانب، والشكل رقم 2-10 يوضح ذلك.

الشكل رقم 2-10: تطور صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة 1990-2012 (الوحدة: مليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-11.

¹ للمعلومات أكثر راجع الجريدة الرسمية، العدد 46، الجزائر، 13 جويلية 1999.

إضافة إلى الوثام المدني والمصالحة الوطنية التي قامت بها الجزائر لإصلاح الوضع السياسي الداخلي، شرعت الجزائر انطلاقاً من عام 2001 في مجموعة من البرامج التنموية والتي صاحبها تحسن في أسعار النفط، وكل هذا أدى إلى تدفق ملحوظ للاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، حيث تم فتح مجالات هامة كالاستثمار في قطاع المحروقات، الاتصالات، مشاريع البنية القاعدية، ويظهر هذا التدفق جلياً في الشكل رقم 2-10، ففي الفترة 2000-2004 نلاحظ ارتفاعاً في تدفق الاستثمار الأجنبي في عام 2001، وبعدها بدأ ينخفض، وهذه الفترة تزامنت مع برنامج الإنعاش الاقتصادي الذي قامت به الجزائر، ثم ارتفع نوعاً ما في عام 2004 حيث بلغ 882 مليون دولار، بينما خلال الفترة 2005-2009 نلاحظ ارتفاعاً مفرطاً في تدفق رأس المال الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر، وهذا نظراً لأن هذه الفترة تزامنت مع برنامج دعم النمو الاقتصادي الذي قامت به الجزائر، حيث خصصت له مبلغ تجاوز 60 مليار دولار تتجه أغلبها لتهيئة البنية التحتية وإنجاز مشاريع هامة في قطاع الأشغال العمومية وبناء السكن، الأمر الذي يستدعي مزيداً من المستثمرين الأجانب، وهذا ما يفسر التزايد الملحوظ في قيمة تدفق رأس المال الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال هذه الفترة.

و في عام 2011 شهد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر ارتفاعاً حيث ارتفع من 2264 مليون دولار عام 2010 إلى 2571 مليون دولار في عام 2011، ويرجع هذا إلى أن الجزائر أعلنت عن خطط استثمارية ضخمة لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أبرزها استثمار شركة الكهرباء والغاز "سونلغاز" ما قيمته 24 مليار دولار خلال الفترة حتى 2016، واستثمارات ضخمة في صناعة الاسمنت حتى 2014، إضافة إلى إعلان تحالف توتال الفرنسية عن استثمار 920 مليون دولار لتطوير حقول تيميمون بحلول عام 2013، واستثمار مبلغ يتراوح بين 1.5-2 مليار دولار في ترخيص حقل غاز أحنيت بحلول عام 2014، وإعلان شركة "أسيك" المصرية عن مشروع لبناء مصنع للاسمنت بولاية الجلفة بتكلفة 600 مليون دولار، بالإضافة إلى استثمارات أخرى في مجالات أخرى¹.

ورغم هذا التحسن الملحوظ في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، ومهما بلغت ضخامة المشاريع المعلن عنها في البرنامج الخماسي 2010-2014، إلا أنه لا يمكن التفاؤل أن الجزائر ستحافظ على مخزونها من الاستثمار الأجنبي، والسبب يرجع إلى الهجوم الإرهابي الذي حدث في

¹ تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2009، ص 129.

جانفي 2013 في مجمع المحروقات بعين أميناس، والذي أدى إلى قتل عمال جزائريين وأجانب، حيث دفع ببعض الشركات الأجنبية المستثمرة في مجال المحروقات بالجزائر إلى إعادة النظر في استثماراتها في الجزائر، هذا فضلا على عزوف بعض المستثمرين الذين كانوا يرغبون في الاستثمار في الجزائر.

ثانيا: التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

للجزائر القدرة على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال القطاعات المربحة المتاحة في بيئتها، وعلى رأس هذه القطاعات يعتبر قطاع المحروقات القطاع الذي يستقطب تدفقات مالية دولية ضخمة في شكل استثمار أجنبي مباشر، وتليه قطاعات أخرى كقطاع الصناعة والخدمات... الخ، وفي الفقرات الموالية سنتطرق بإيجاز لهذه القطاعات.

1. قطاع المحروقات :

يلعب هذا القطاع دورا محوريا في مجال الاستثمارات الأجنبية الوافدة إليه، وهذا راجع إلى ما تزخر به الجزائر من ثروات طبيعية تتيح فرص الاستثمار فيها. فقطاع المحروقات يحتل مكانة محورية بالنسبة للاقتصاد الجزائري، حيث يمثل أكثر من 98% من إيراداتها لعام 2005، و76% من الموارد الجبائية. واستطاعت الجزائر أن ترفع من قدراتها الإنتاجية حيث وصل معدل الإنتاج من النفط حوالي 800 ألف برميل في اليوم عام 2000، أما بالنسبة للغاز فقد وصل معدل الإنتاج إلى 140 مليار متر مكعب عام 2001.

وقد تم فتح هذا القطاع للشراكة منذ تأميم المحروقات عام 1971، بحيث كانت مشاركة رأس المال الأجنبي في هذا القطاع لا تتعدى 49%، وانطلاقا من بداية التسعينات تم فتح مجال الاستثمار الأجنبي في هذا القطاع دون تحديد نسبة مساهمة رأس المال الأجنبي.

وقد ارتفعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاع الصناعة البترولية من 671 مليون دولار عام 1999 إلى 2.3 مليار دولار عام 2003¹، وأصبحت الجزائر مؤخرا من أكبر الدول استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر في مجال المحروقات.

¹ ساحل محمد، تجربة الجزائر في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر- دراسة تقييمية، مجلة علوم إنسانية، العدد 41، 2009.

2. الاستثمار الأجنبي المباشر خارج قطاع المحروقات:

توجد قطاعات أخرى خارج قطاع المحروقات في الجزائر مستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر، والجدول رقم 2-4 يبين هذه القطاعات.

الجدول رقم 2-4: توزيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر حسب القطاعات للفترة 2002-2012

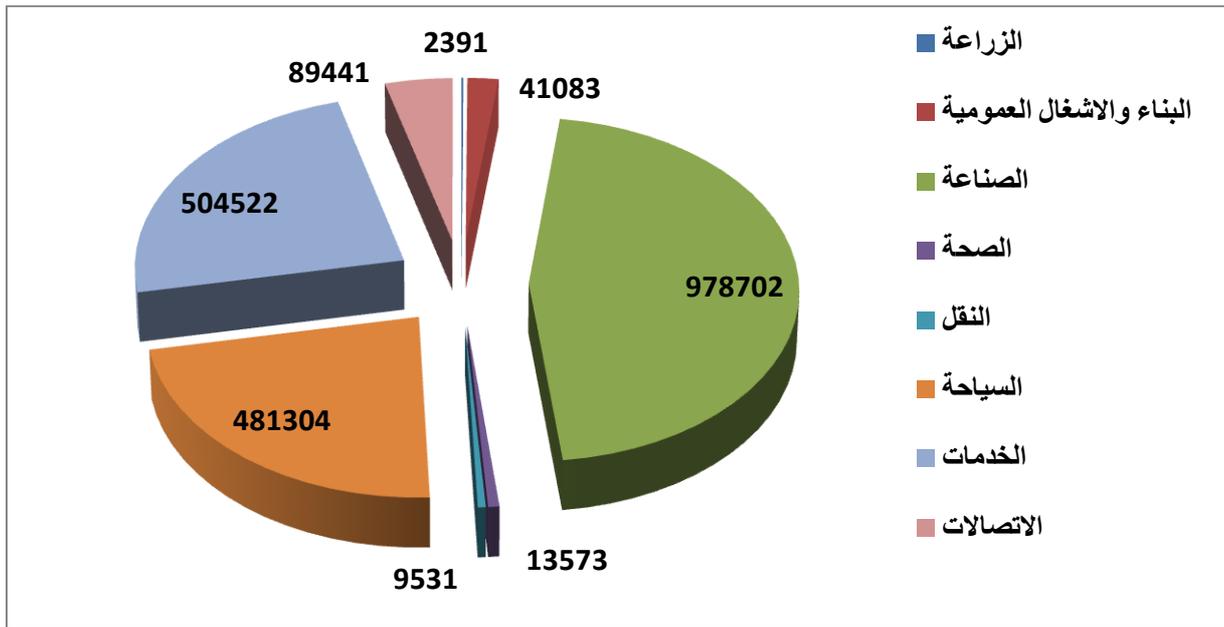
قطاعات النشاط	عدد المشاريع	%	المبلغ (مليون دج)	%
الزراعة	6	1.42	2391	0.11
البناء والأشغال العمومية	64	15.13	41083	1.94
الصناعة	239	56.50	978702	46.15
الصحة	6	1.42	13573	0.64
النقل	16	3.78	9531	0.45
السياحة	10	2.36	481304	22.70
الخدمات	81	19.15	504522	23.79
الاتصالات السلكية واللاسلكية	1	0.24	89441	4.22
المجموع	423	%100	2120549	%100

المصدر: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار www.andi.dz.

يتضح من خلال الجدول أن الجزائر تزخر بقطاعات متنوعة ومتعددة، ويعتبر قطاع الصناعة القطاع الأول الذي يستقطب الجانب الأكبر من الاستثمار الأجنبي، حيث بلغ عدد المشاريع الأجنبية في قطاع الصناعة 239 مشروع أجنبي، بمبلغ نسبته 46.15% من إجمالي المشاريع الأجنبية في القطاعات خارج المحروقات التي بلغ عددها 8 قطاعات، ويعزى هذا إلى كون قطاع الصناعة يتفرع إلى عدة فروع أهمها الصيدلة، التعدين، البلاستيك، المنسوجات والملابس. ويأتي في المرتبة الثانية قطاع الخدمات الذي قدرت نسبة تدفق الاستثمار الأجنبي إليه بـ 23.79% من القيمة الإجمالية لحجم الاستثمار الأجنبي المتدفق بـ 81 مشروع تتركز أغليبتها في التأمينات والمصارف. ويأتي في المرتبة الثالثة قطاع السياحة الذي بلغت نسبة الاستثمار الأجنبي المتدفق إليه 22.70% من القيمة الإجمالية.

والقطاعات الثلاث السابقة الذكر بلغت نسبة تدفق الاستثمار الأجنبي إليها 92.64% أي ما قيمته 1964476.5936 مليون دج، أما بقية القطاعات والتي عددها 5 قطاعات لم تستقطب سوى ما بلغت نسبته 7.36% أي ما قيمته 156072.4064 مليون دج. والشكل رقم 2-11 يبين بوضوح القطاعات التي استقطبت أكبر قدر من الاستثمار الأجنبي المباشر.

الشكل رقم 2-11: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر حسب القطاعات للفترة 2002-2012 (مليون دج)

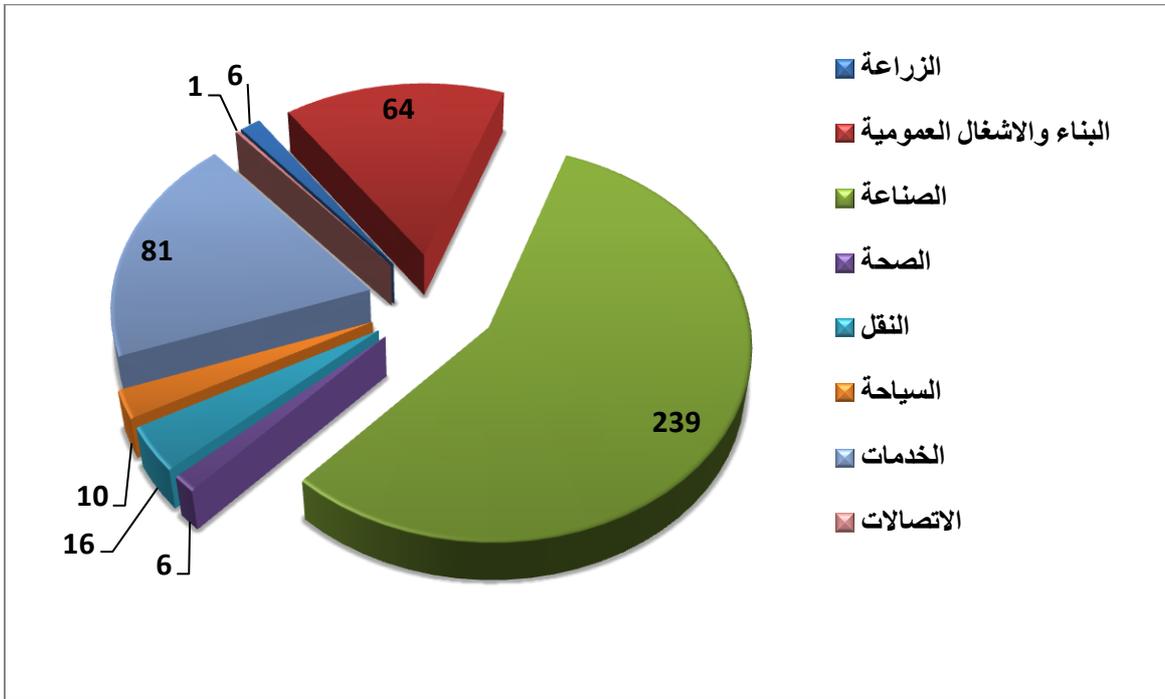


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 4-2.

أما من حيث عدد المشاريع الأجنبية في القطاعات الجزائرية خارج المحروقات، فيمكن القول أن كل من قطاع الصناعة، الخدمات والأشغال العمومية كانت لهم أكبر حصة من المجموع ككل، حيث كانت حصة القطاعات الثلاثة على الترتيب 239 مشروع، 81 مشروع، 64 مشروع، أما القطاعات الخمسة المتبقية فلم تحظى سوى بـ 39 مشروع في مجموعها، والشكل رقم 2-12 يبين بوضوح ما قلناه سابقاً.

الشكل رقم 2-12: توزيع عدد المشاريع الأجنبية في الجزائر حسب القطاعات للفترة 2002-2012-

2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم 2-4.

والاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق للجزائر خلال الفترة 2002-2012 والموضح في الجدول رقم 3-2 هو عبارة عن مزيج من استثمارات أجنبية كاملة واستثمارات أجنبية في شكل شراكة. حيث بلغت قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر وحده ما يقدر بـ 1241179 مليون دج من خلال إقامة 215 مشروع، بينما الاستثمار الأجنبي المباشر في شكل شراكة بلغت قيمته 879370 مليون دج من خلال إقامة 208 مشروع¹.

ثالثاً: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر حسب الأقاليم خلال الفترة 2002-

2012

تعددت الدول الأجنبية المستثمرة في الجزائر، وهذا التعدد يرجع إلى الفرص الاستثمارية الموجودة في الجزائر بفضل الموارد الطبيعية الموجودة والتي على رأسها النفط، وهناك دول من مختلف القارات لها مشاريع استثمارية محتكرة أو بالشراكة، سواء إفريقيا، أوروبا، آسيا أو أمريكا. والجدول رقم 2-5 يوضح حجم تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر حسب الأقاليم.

¹ ملخص المشاريع الاستثمارية المصرحة، <http://www.andi.dz>، 2013-08-10.

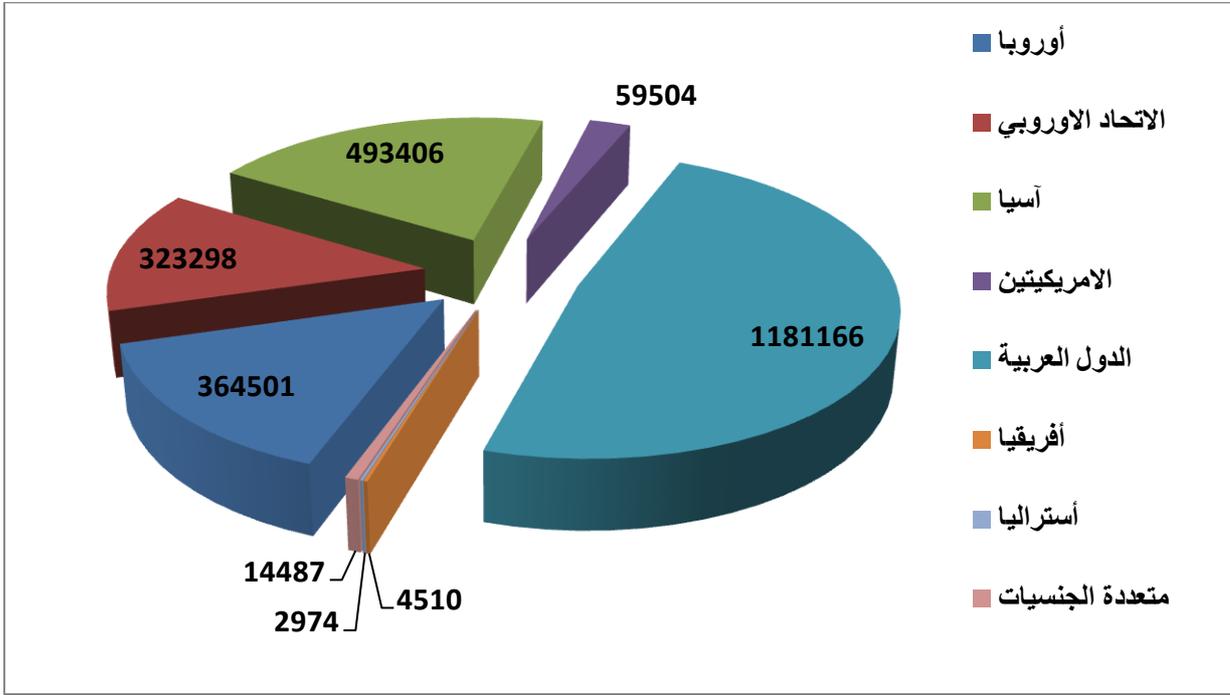
الجدول رقم 2-5: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر حسب الأقاليم للفترة 2012-2002

المبلغ (مليون دج)	عدد المشاريع	الأقاليم
364501	228	أوروبا
323298	185	الاتحاد الأوروبي
493406	27	آسيا
59504	9	الأمريكتين
1181166	153	الدول العربية
4510	1	أفريقيا
2974	1	أستراليا
14487	4	متعددة الجنسيات
2120549	423	المجموع

المصدر: <http://www.andi.dz> 2013-08-11.

من خلال الجدول يظهر أن حجم الاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق من طرف الدول العربية كان أكبر من باقي الأقاليم، حيث بلغت نسبة هذا التدفق 55.70% من القيمة الإجمالية لتدفقات كل الأقاليم، وثاني مرتبة هي الدول الآسيوية، حيث بلغ استثمار هذه الدول في الجزائر ما نسبته 23.26%، وتأتي بعد ذلك دول أوروبا بنسبة 17.18% من حجم التدفق ككل. وباقي الأقاليم لا تمثل سوى 3.86% من الحجم الكلي للاستثمار المتدفق الذي بلغت قيمته 2120549 مليون دج. والشكل رقم 2-13 يبين بوضوح حجم مساهمة كل إقليم في المشاريع الأجنبية في الجزائر.

الشكل رقم 2-13: حجم مساهمة الأقاليم في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر خلال الفترة 2002-2012 (مليون دينار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 2-5.

وما يمكن ملاحظته من الشكل هو وجود ثلاثة أقاليم تعتبر كأهم مستثمر في الجزائر وهي على الترتيب الدول العربية، آسيا، أوروبا والاتحاد الأوروبي، بينما استثمارات باقي الأقاليم تكاد تنعدم، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على وجود أسباب تكمن وراء هذه التدفقات المنخفضة لبعض الأقاليم، وبشكل عام يمكن تلخيص هذه الأسباب في النقاط التالية¹:

1. ضعف الخدمات الاستشارية: إن تواجد المكاتب الاستشارية وهيئات البحوث والدراسات وبيوت الخبرة، يعد من المحفزات المهمة للاستثمار. ومن المعروف أن مثل هذه الخدمات قليلة في الجزائر، مما يشكل عائقا في وجه تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
2. ضعف القاعدة المعلوماتية: تعاني الجزائر من قصور واضح في توافر الإحصاءات الدقيقة والشاملة، والمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وفي مواعيدها المناسبة، وبالتالي تفويت الفرص المواتية لجذب الاستثمارات.

¹ علي حسن زاير محمد، الاستثمار الاجنبي المباشر في ظل التحول لاقتصاد السوق حالة الجزائر للفترة 1994-2006، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2008، ص ص 113-114.

3. عدم استقرار التشريعات والقوانين المتعلقة بالاستثمار: من شأن عدم استقرار التشريعات والقوانين المتعلقة بالاستثمار والمنظمة له أن تثبط عزيمة المستثمرين وتشل المبادرات لديهم، كما أن الغموض والضبابية التي تنتصف بها قوانين الاستثمار في الجزائر غالبا ما تؤدي إلى إرباك المستثمرين.

4. غلبة العقلية الريعية على العقلية التنموية: لقد ساعدت أموال النفط وأساليب إعادة تدويرها في تغلغل تلك العقلية الريعية القائمة على السعي وراء الربح المادي من دون الاجتماعي، وكان لغياب مراكز التفكير الاستراتيجي وتحجيم دورها الأثر البالغ في عدم إمكانية رسم الاستراتيجيات المستقبلية لمسارات النمو من خلال رؤى علمية للواقع المحلي والعالمي، ولا سيما في مجال تحديد الأولويات القطاعية ورسم اتجاهات التطوير التكنولوجي وإجراء التغييرات المؤسساتية المطلوبة لمصاحبة عمليات النمو والتنمية.

5. غياب الأرضية الصناعية المتكاملة: لم تظهر في الجزائر صناعات محورية أساسية، ولعل في غياب هذا البناء الصناعي ما يعيق استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فقيام الصناعات المتكاملة من شأنه تحفيز الأنشطة الاقتصادية الأخرى، وبالتالي الإسهام في تطوير البنية التحتية.

المبحث الثالث: تطور بعض المتغيرات النقدية في مصر والجزائر

باعتبار أن لبعض المتغيرات الاقتصادية أهمية بالغة في دراستنا هذه، ونظرا لأن تدفقات الاستثمار الأجنبي لا تتأثر بسعر الفائدة فقط، سنحاول أن نتكلم في هذا المبحث عن تطور بعض المتغيرات الاقتصادية النقدية التي سنعتمدها كأحدى المتغيرات المُفسرة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

المطلب الأول: تطور بعض المتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري خلال الفترة 1990-

2012

سنحاول في هذا المطلب تحليل تطور بعض المؤشرات النقدية للاقتصاد المصري التي لها علاقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

أولا: تطور سعر الفائدة الدائن

على الرغم من تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي في الاقتصاد المصري ابتداء من عام 1974 إلا أن إدارة الاقتصاد المصري قبل عام 1990 اتسمت بالاعتماد على أسلوب التوجيه المركزي وضعف الاعتماد على قوى السوق، واستندت إدارة الاقتصاد إلى ملكية الدولة للغالبية العظمى من وسائل وأدوات الإنتاج في مختلف الأنشطة الاقتصادية، ولذلك اتسمت أسواق النقد والمال بالجمود

والبعد عن التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية نتيجة لعدم الاعتماد على قوى السوق، وكذلك بمزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في التمويل.

وفي عام 1975 تم إصدار القانون رقم 120 الذي نصت بنوده على منح الحرية للبنك المركزي المصري في تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة واتخاذ الإجراءات المناسبة باستعمال الأدوات المناسبة لمكافحة الاضطرابات الاقتصادية، وكذا إدارة الاحتياطات الدولية من الذهب والنقد الأجنبي. ومنذ ذلك الحين بدأ البنك المركزي المصري يعمل على تحديد أسعار الفائدة ووضع سقف ائتمانية، بحيث تم تحديد أسعار فائدة متميزة لكل قطاع من قطاعات النشاط الاقتصادي بغرض تشجيع وتوجيه التمويل نحو القطاعات الإنتاجية والحد من القروض الاستهلاكية، ولم يقتصر التدخل في تحديد أسعار الفائدة على مجرد وضع الحدود الدنيا والقصى لأسعار الفائدة المدينة، بل تعداه إلى التمييز بين القروض بحسب آجالها بهدف تحفيز الجهاز المصرفي لتقديم التمويل للأجل الطويلة بغض النظر عن أن طبيعة البنوك التجارية تفرض عليها أن تكون قروضها قصيرة أو متوسطة الأجل¹.

وفي أواخر ثمانينات القرن الماضي أجمع الاقتصاديون في نهاية عقد الثمانينات على أن الاقتصاد المصري يعاني من اختلالات هيكلية على المستوى الداخلي وعلى المستوى الخارجي. وقد رأى العديد من الاقتصاديين أن مظاهر الاختلال المحلي تنعكس على مستوى التضخم المغذى من مختلف مصادر التمويل بالعجز والذي تساهم السلطات النقدية في تمويله بمصادر غير حقيقية، وطالب الاقتصاديون بضرورة الاعتماد على قوى السوق في مختلف الأسواق المالية بما فيها سوق الصرف الأجنبي الذي عانى من تشوهات كبيرة مستمرة على الرغم من محاولات الإصلاح الجزئية التي أدخلت عليه.

واعتمدت فلسفة الإصلاح الاقتصادي على ضرورة احتواء الطلب المحلي بناء على المؤشرات السعرية المستندة إلى قوى السوق، مع العمل على تقليص درجة تغلغل الحكومة وتدخلها في النشاط الاقتصادي من خلال تطبيق برنامج مكثف لخصخصة الملكية العامة لوسائل الإنتاج، وتحسين أسلوب إدارة المالية العامة للدولة وتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة².

¹ محمود أبو العيون، تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية، ورقة بحثية رقم 78 منشورة في موقع المركز المصري للدراسات الاقتصادية، www.eces.org.eg، 2013/08/21.

² محمود أبو العيون، مرجع سابق.

ومن أجل الحد من هذه التشوهات، تم تعديل سياسة السقوف الائتمانية في نهاية ثمانينات القرن الماضي، بحيث تم وضع تلك السقوف في شكل علاقة بين نسبة القروض إلى الودائع، وأصبح لا يجوز لأي بنك أن يمنح عملاءه من شركات القطاعين العام والخاص ما يزيد عن 60% من أرصدة ودايع هذين القطاعين.

وفي عام 1990 تم إدخال إصلاحات جوهرية على مختلف الأسواق، ومن بين تلك الأسواق سوق النقد، و يمكن إيجاز أهم الإصلاحات التي أدخلت على هذه السوق فيما يلي:

✓ تحرير أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض بالبنوك من أية قيود، وقد استلزم هذا الوضع إدخال تعديلات تشريعية على قانون البنوك والائتمان للنص على حرية البنوك في تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة، وحريتها في تحديد أسعار كافة الخدمات المصرفية دون تدخل مباشر من البنك المركزي المصري.

✓ رفع كافة السقوف الائتمانية التي كانت سائدة على معدلات نمو الائتمان بكافة أنواعه، مع التحول إلى السيطرة على النمو الائتماني باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة.

✓ استحداث أسلوب تمويل العجز الموسمي في الموازنة العامة للدولة من خلال مزادات أذون الخزانة العامة بأجال تتراوح بين 91 يوم كحد أدنى وعام كحد أقصى.

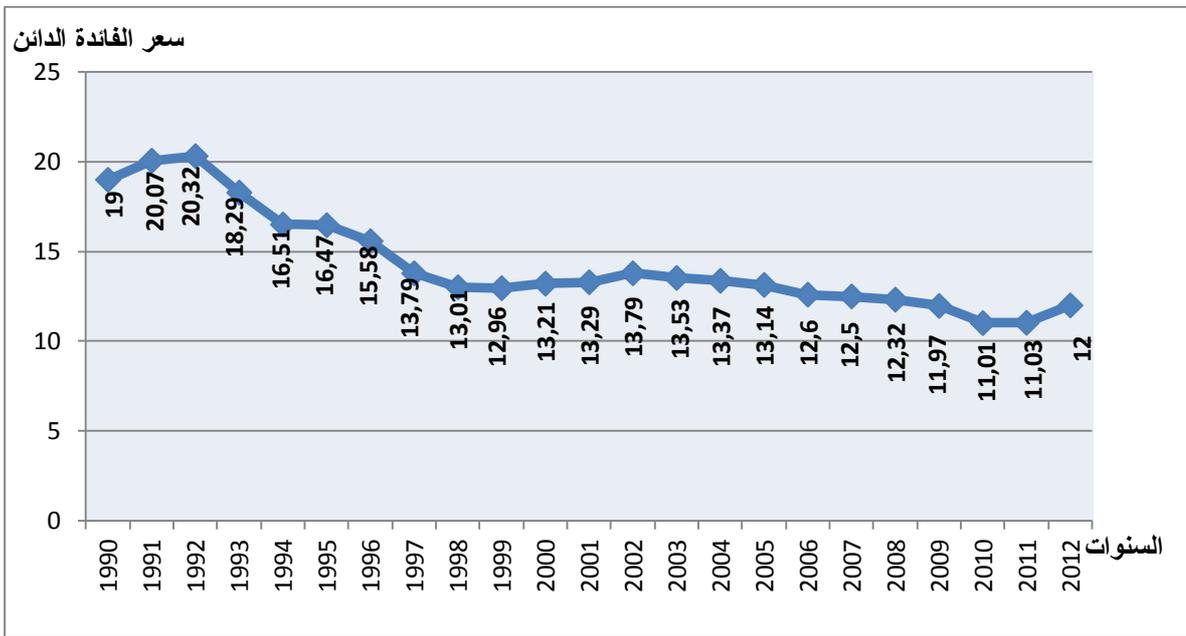
✓ ربط سعر الخصم لدى البنك المركزي بأسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لتخفيض درجة الجمود التي كان يعاني منها سعر الخصم ولربطه بتوجهات السوق.

✓ تحرير أسعار الخدمات المصرفية.

وعقب تحرير أسعار الفائدة في عام 1990، شهد الاتجاه العام لأسعار الفائدة الدائنة اتجاها تنازليا انظر (الشكل رقم 2-14)، وفي المقابل كان هناك ثبات نسبي فيما بعد عام 1997 لسعر الفائدة الدائن على الرغم من قيام البنك المركزي المصري بتخفيض سعر الإقراض والخصم أكثر من مرة آخرها عام 2001 لتحفيز النشاط الاقتصادي للخروج من حالة الإبطاء التي مر بها. ولعل الاتجاه الذي شهدته أسعار الفائدة الدائنة في عام 2000، 2001 و2002 يعزى إلى تنافس البنوك في جذب ودايع طويلة الأجل بعدما قرر البنك المركزي تعديل أساس نسبة الاحتياطي باستبعاد شهادات الادخار ذات الأجل التي تبلغ ثلاث سنوات فأكثر من مقام نسبة الاحتياطي، وهو الأمر الذي دعى البنوك إلى التنافس على رفع أسعار الفائدة الدائنة. كما أن تحديد الدولة لأسعار الفائدة على بعض الأوعية

الادخارية المنافسة مثل شهادات الاستثمار التي يصدرها بنك الاستثمار القومي التابع لوزارة المالية المصرية، وصندوق توفير البريد اللذين يعتبران من مصادر التمويل الذي تستخدمه الخزينة العامة في مقابلة أي عجز مالي، قد ساعد كثيرا في عدم قدرة البنوك على تخفيض أسعار الفائدة. وابتداء من عام 2003 اتجهت أسعار الفائدة الدائنة إلى الانخفاض مجددا بمعدل ضعيف ثم ارتفعت قليلا عام 2012 حيث وصلت 12%، وهذا التغير يمكن إرجاعه إلى التغير الحاصل في سعر الفائدة المدين، باعتبار أن سعر الفائدة الدائن عبارة عن متغير تابع لمتغير مستقل هو سعر الفائدة المدين.

الشكل رقم 2-14: تطور سعر الفائدة الدائن في مصر خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-2.

ثانيا: تطور معدل التضخم

مع اتساع نطاق القطاع العام وقطاعات الخدمات الحكومية في ثمانينات القرن الماضي، ارتفعت مخصصات الأجور والمرتبات في الموازنة العامة للدولة بشكل كبير، ومع استمرار التزام الدولة بدعم السلع الأساسية ارتفعت مخصصات الدعم أيضا، ونتيجة لذلك زاد عجز الموازنة العامة للدولة خلال فترة الثمانينات، وقد ترتب على ارتفاع نسبة العجز في الموازنة العامة زيادة اعتماد الدولة على الجهاز المصرفي لتمويل هذا العجز حيث ارتفعت نسبة التمويل المصرفي إلى العجز في الموازنة العامة من 42.5% عام 1985 إلى 54.55% عام 1990.

وإضافة إلى العجز في الموازنة العامة الذي يتم تمويله من الجهاز المصري والذي يعني نمو الطلب الكلي بشكل يدفع الأسعار نحو الارتفاع، كانت هناك زيادة في قيمة الواردات خلال فترة الثمانينات، وخصوصا الواردات من السلع الوسيطة مما أدى إلى ارتفاع نسبة العجز في الميزان التجاري، وكانت أسعار الجنيه المصري في انخفاض دائم وهو الأمر الذي يعني ارتفاع تكاليف الاستيراد خلال هذه الفترة بالشكل الذي يدفع تكاليف الإنتاج ومن ثم الأسعار نحو الارتفاع¹.

ومع انتهاء حقبة الثمانينات وبداية التسعينات كان الاقتصاد المصري يعاني الكثير من المشاكل منها انخفاض سعر صرف الجنيه المصري من 0.86 جنيه لكل واحد دولار عام 1989 إلى 1.55 جنيه عام 1990 ليصل إلى 3.13 عام 1991 (انظر الملحق رقم 2-2)، كما أن معدل النمو في المعروض النقدي قد ارتفع من 17.49% عام 1989 إلى 27.73% عام 1990²، وكان من نتائج التغيرات السلبية السابقة تصاعد معدلات التضخم، حيث ارتفع معدل التضخم من 16.75% عام 1990 إلى 19.74% عام 1991 (انظر الشكل رقم 2-16)، وأمام هذه المشكلة قامت الحكومة المصرية مع بدايات التسعينات بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، ومن أهم محاور هذا البرنامج هو مكافحة التضخم من خلال السياسة المالية والنقدية من خلال:

✓ رفع أسعار الفائدة المدينة والدائنة.

✓ تقليل التوظيف الحكومي.

✓ زيادة أسعار الطاقة.

واعتماد سياسات مالية ونقدية انكماشية في هذا البرنامج قد ساعد على تخفيض العجز في الموازنة العامة وتمويله من مصادر حقيقية، وكان أيضا من نتائج هذه الإجراءات انخفاض معدل النمو في المعروض النقدي من 28.73% عام 1990 إلى 9.89% عام 1995، ونتيجة لما سبق اتجهت معدلات التضخم في الاقتصاد المصري نحو الانخفاض حتى وصلت إلى 2.26% عام 2001 مقارنة بـ 19.74% عام 1991، حيث يعتبر أدنى معدل تضخم حققه الاقتصاد المصري منذ بداية سبعينات القرن الماضي.

¹ ابراهيم لطفي عوض، ظاهرة الركود التضخمي في الاقتصاد المصري، بحث منشور في موقع جامعة موناخ، 2002، ص 109، من الموقع www.mpra.ub.uni-muenchen.de.

² احصائيات المعروض النقدي مقتبسة من احصائيات البنك الدولي.

وبداية من عام 2002 بدأ معدل التضخم في الارتفاع مجدداً، حيث ارتفع من 2.73% عام 2002 إلى 4.5% عام 2003 ليصل إلى 11.27% عام 2004، ويعزى هذا الارتفاع إلى ارتفاع متوسط معدل التضخم من الدول التي تستورد منها مصر، حيث انتقل متوسط معدل التضخم في هذه الدول ليرتفع من 1.2% عام 2002 إلى 2.56% عام 2004¹، ثم تراجع بعد ذلك معدل التضخم عام 2005 لينخفض إلى 4.86%، وسبب هذا الانخفاض هو انخفاض متوسط معدل التضخم للدول التي تستورد منها مصر من 2.56% عام 2004 إلى 1.95% عام 2005 بالإضافة إلى تراجع معدلات الزيادة في الأرقام القياسية لأسعار معظم المجموعات المكونة للرقم العام². وفي عام 2006 ارتفع معدل التضخم ليصل إلى 7.64% نتيجة لتصاعد الأرقام القياسية المكونة للرقم العام فيما عدا قسم المطاعم والفنادق، حيث ظل الرقم القياسي لأسعاره كما هو عليه، كما تم أيضاً ارتفاع متوسط معدل التضخم في الدول التي تستورد منها مصر إذ ارتفع ليصل 3.05% عام 2006³. بينما ارتفع معدل التضخم عام 2007 يعزى إلى تداعيات صدمات العرض المرتبطة بتخفيض الدعم المخصص لبعض المنتجات البترولية، وكذا بمرض أنفلونزا الطيور الذي أصاب الثروة الداجنة وأدى إلى نقص المعروض منها وتصاعد أسعارها، وامتداد هذا التصاعد ليشمل أسعار اللحوم والأسماك، فضلاً عن أسعار العديد من السلع الأخرى، هذا بالإضافة إلى ارتفاع الأسعار المصاحب لتحسن معدل النمو الاقتصادي⁴. وقد استمر الاتجاه التصاعدي لمعدل التضخم مسجلاً أعلى مستوى له منذ أوائل الستينات ليصل إلى 18.31% عام 2008 مقارنة بـ 9.31% عام 2007، ويمكن إرجاع هذا الارتفاع الملحوظ أساساً إلى عدة عوامل لعل أهمها الزيادات المتتالية في أسعار السلع الغذائية متأثراً باستمرار تصاعد أسعارها العالمية، فضلاً عن انتقال أثر الزيادة في أسعار تلك السلع لعدد من السلع الأخرى، وقد ساعد على ذلك انخفاض درجة الاكتفاء الذاتي من المواد الغذائية وبالتالي زيادة الواردات منها⁵.

ومنذ عام 2009 بدأ معدل التضخم في الانخفاض إلى أن وصل إلى 7.11% عام 2012،

ويمكن إرجاع هذا الانخفاض المتتالي إلى العوامل التالية:

¹ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي لسنة 2003 ص 72 و 2004 ص 65.

² البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2005، ص 88.

³ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2006 ص 65-66.

⁴ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2007 ص 60.

⁵ البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2008، ص 60.

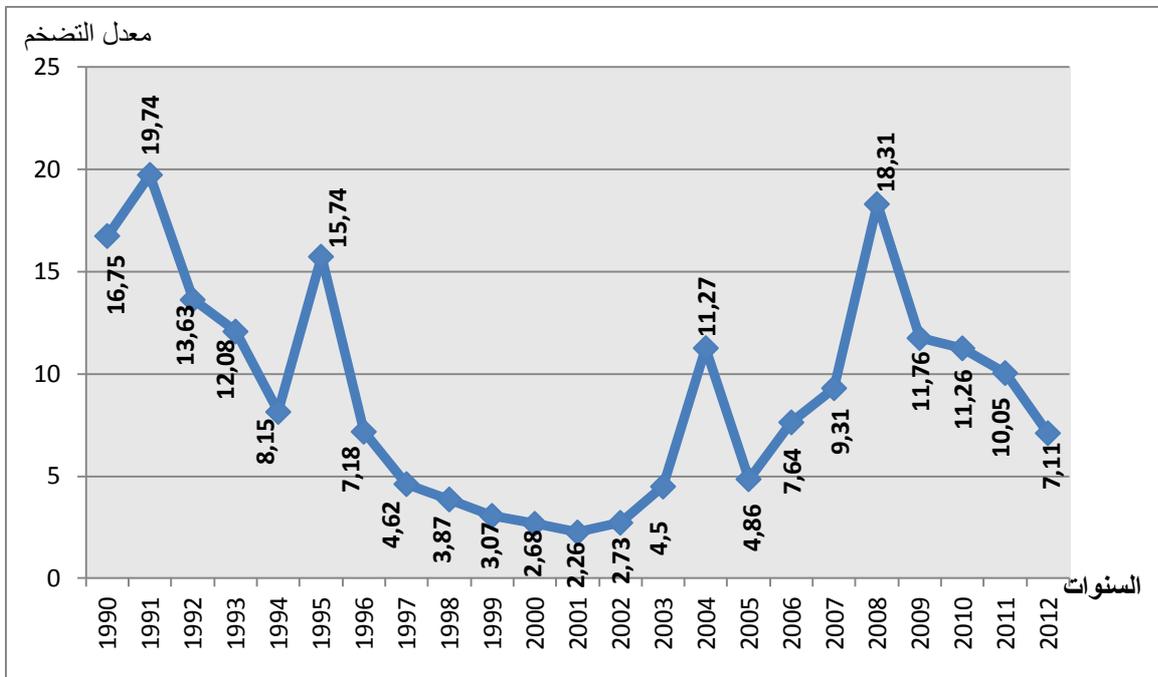
✓ تباطؤ معدل نمو الاقتصاد المصري عام 2009 متأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى الإجراءات التي اتخذتها الحكومة في إطار السياسات الرامية لضبط الأسعار، ومنها إلغاء الرسوم الجمركية على بعض السلع الغذائية المستوردة، ومنع تصدير الأرز، وتطوير المجمعات الاستهلاكية وطرح سلع غذائية بها بأسعار أقل من أسعار السوق.

✓ انخفاض معدلات الأرقام القياسية لأسعار بعض المجموعات المكونة لمعدل التضخم العام.

والشكل رقم 2-15 يظهر بوضوح تغيرات معدل التضخم للاقتصاد المصري للفترة 1990-

2012.

الشكل رقم 2-15: تطور معدل التضخم للاقتصاد المصري خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 2-2.

ثالثاً: تطور سعر صرف الجنيه المصري

تم تعويم الجنيه المصري جزئياً ابتداءً من عام 1989 مع توسع مصر في طلب المساعدات المالية والقروض من صندوق النقد الدولي، وبدأ تطبيق التعويم بعد مرور عام من طلب مصر القرض الثاني من صندوق النقد الدولي عام 1988، حيث طلبت مصر قرضاً في هذا العام قيمته 372 مليون دولار وهو القرض الذي تمت الموافقة عليه في عام 1991، بينما كان القرض الأول الذي طلبته مصر في عام 1986 بقيمة 327 مليون دولار، ومن هنا بدأ سعر صرف الجنيه يتراجع أمام الدولار، وفي عام 1990 أصبح الدولار لأول مرة يتجاوز قيمة الجنيه المصري حيث أصبح سعر

صرف الجنيه يساوي 0.645 دولار، وبعد عام واحد انخفض سعر الصرف الجنيه إلى النصف وأصبح يساوي 0.319 دولار.

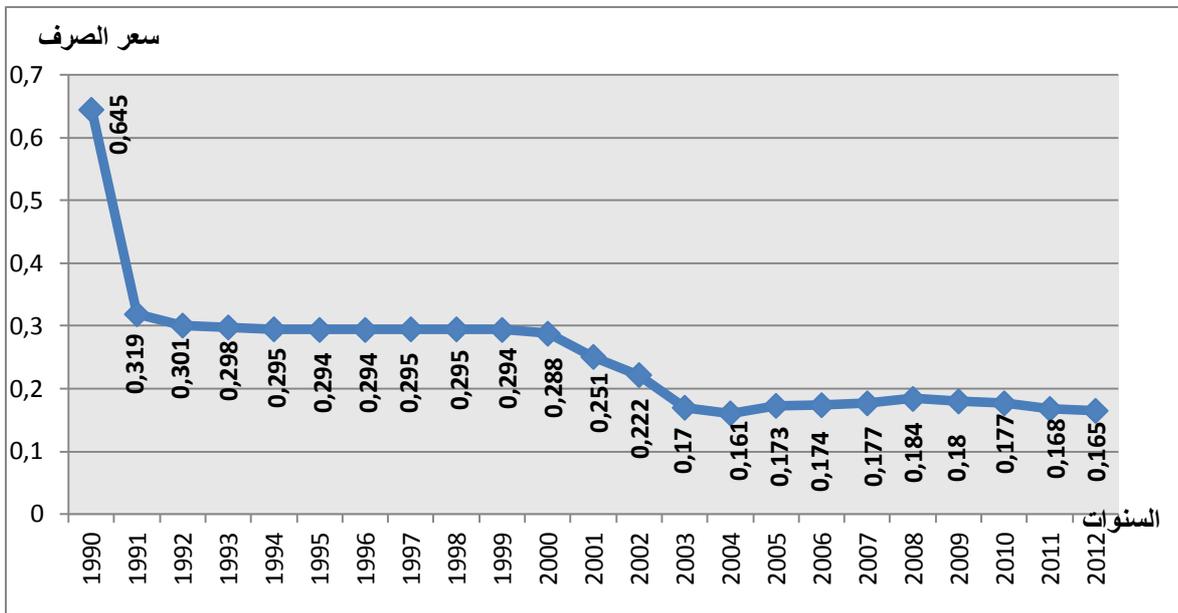
وقد استهدفت سياسات الإصلاح الاقتصادي في مصر منذ بداية التسعينات استبدال نظام تعدد أسعار صرف الجنيه بسعر صرف مزدوج ولفترة مؤقتة وذلك في فيفري 1991، حيث كان سوق الصرف يتكون من السوق الأولية والسوق الثانوية، وكانت عمليات السوق الأولية قاصرة على البنك المركزي لتوفير العملات الأجنبية اللازمة لتغطية الواردات من السلع الغذائية الأساسية ودفع أعباء الدين الخارجي، بالإضافة إلى توفير احتياجات كل من القطاع العام والخاص من النقد الأجنبي في حدود المتاح، أما السوق الثانوية فقد اعتمدت على إيرادات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج وذلك لتغطية طلبات القطاعين العام والخاص من النقد الأجنبي والتي لم تستطع السوق الأولية توفيرها. وفي أكتوبر 1991 تم توحيد سعر الصرف كما تم السماح لغير البنوك بالعمل في سوق الصرف¹. وكنتيجة لذلك انخفض سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار من 0.645 إلى 0.319 دولار لكل واحد جنيه وهذا بين سنتي 1990-1991.

وابتداءً من عام 1992 إلى غاية عام 1999 بقي سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار تقريباً مستقراً، إلا أن هذا بدأ يتزعزع مع بداية عام 2000 حيث انخفض من 0.288 دولار عام 2000 إلى 0.161 دولار عام 2004، والسبب في هذا هو أن الاقتصاد المصري واجه صدمات خارجية في نهاية التسعينات أدت إلى نقص احتياطات العملات الأجنبية ووضعت ضغوطاً جديدة على الجنيه المصري، ومع نهاية عام 2001 تم الإعلان عن سعر صرف جديد من قبل البنك المركزي وهو 0.251 دولار لكل جنيه، إلا أن هذا التخفيض لقيمة العملة المحلية لم يحقق التأثيرات المتوقعة، حيث أن المتعاملين في سوق الصرف كانوا يتوقعون تخفيضاً أكثر، ونتيجة لذلك فقد أجرت الحكومة تخفيضات متتالية لقيمة الجنيه المصري حيث بلغ سعر صرف الجنيه المصري 0.222 دولار عام 2002. وبالرغم من هذه التخفيضات المتتالية لقيمة العملة المحلية فقد ظلت هناك فجوة بين الطلب على العملات الأجنبية خصوصاً الدولار، مما أدى إلى وجود سوقين وسعرين للصرف في مصر هما السوق الرسمية والسوق السوداء، وقد دعى ذلك إلى إعلان الحكومة المصرية تعويم الجنيه المصري في يناير 2003، حيث ترتب على ذلك انخفاض سعر صرف الجنيه ليصل إلى 0.170

¹محمود عبد العزيز توني، الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في مصر خلال الفترة 1990-2003، معهد البحوث والدراسات الإفريقية، جامعة القاهرة، 2005، ص 8.

دولار عام 2003، وقد استمر تراجع سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار إلى أن وصل إلى 0.161 دولار عام 2004، وهو أقصى انخفاض بلغه الجنيه المصري على الإطلاق. وفي عام 2005 ارتفع سعر صرف الجنيه مقارنة بعام 2004 من 0.161 دولار إلى 0.173 دولار، ومنذ هذا التاريخ حتى عام 2012 بقي سعر صرف الجنيه يتأرجح بين متوسط سعر صرف قدره 0.174 دولار. وهذه التطورات لسعر صرف الجنيه المصري تظهر بوضوح في الشكل رقم 2-16.

الشكل رقم 2-16: تطور سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-2.

المطلب الثاني: تطور بعض المؤشرات النقدية في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2012-1990

سنحاول في هذا المطلب تحليل تطور بعض المؤشرات النقدية للاقتصاد الجزائري التي لها علاقة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

أولاً: تطور سعر الفائدة الدائن

منذ الاستقلال إلى غاية أواسط النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي كانت الجزائر تعمل وفقاً للنظام الاقتصادي الموجه، حيث عرفت أسعار الفائدة في الجزائر تحديداً إدارياً، أينما تم العمل بأسعار فائدة تفاضلية، حيث تم تثبيت معدلات الفائدة عند مستويات دنيا بقيم حقيقية سالبة، ولم تنتبه السلطات النقدية إلى مدى خطورة هذا النهج إلا بعد أزمة النفط، أين عرفت مدى الاختلالات التي

حلت بكل المؤشرات الاقتصادية والنقدية، ومن ثم لم يكن أمامها إلى العمل على إجراء إصلاحات وتعديلات على الاقتصاد الجزائري، كان من أهمها صدور قوانين القرض والبنك وقوانين استقلالية المؤسسات، وإجراءات التحرير المالي، وقرارات إلغاء التمويل المباشر والمدعم للمؤسسات و الهيئات، وإعادة الاعتبار للسياسة النقدية وجهازها التنفيذي (البنك المركزي)، و التحرير التدريجي لسعر الفائدة وفتح المجال للاستثمار الخاص المحلي والأجنبي¹.

وكانت الغاية من تحرير سعر الفائدة هي تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ رفع تعبئة مستوى المدخرات لمختلف القطاعات بغية توفير التمويل اللازم للاستثمارات.
- ✓ ترشيد القروض على اختلاف أنواعها وأجالها.
- ✓ رفع إنتاجية رأس المال بانتقاء أكفأ الاستثمارات، بهدف تحقيق نمو اقتصادي حقيقي.
- ✓ رفع أسعار الفائدة الاسمية والتي من شأنها أن تحد من ارتفاع التضخم، و تسمح بسيادة أسعار فائدة حقيقية موجبة، ومن ثم عوائد حقيقية موجبة للمدخرين.

ورغبةً في تحقيق الأهداف السابقة، قامت السلطة النقدية بتعديل أسعار الفائدة الاسمية على القروض حيث ارتفع متوسط معدل سعر الفائدة إلى نسبة 7% من عام 1986 إلى عام 1989²، فبعد أن كان سعر الفائدة على القروض 2.75% عام 1985 ارتفع هذا الأخير ليصل إلى 11.17% عام 1990، واستمر هذا الارتفاع ليبلغ أقصى قيمة له عام 1996.

ويمكن التعرف على التغيرات التي حدثت على سعر الفائدة الدائن (سعر الفائدة الاسمي) خلال الفترة 1990-2012 من خلال ملاحظة الشكل رقم 2-18، حيث نلاحظ أن سعر الفائدة الدائن عرف مرحلتين من التطور هما:

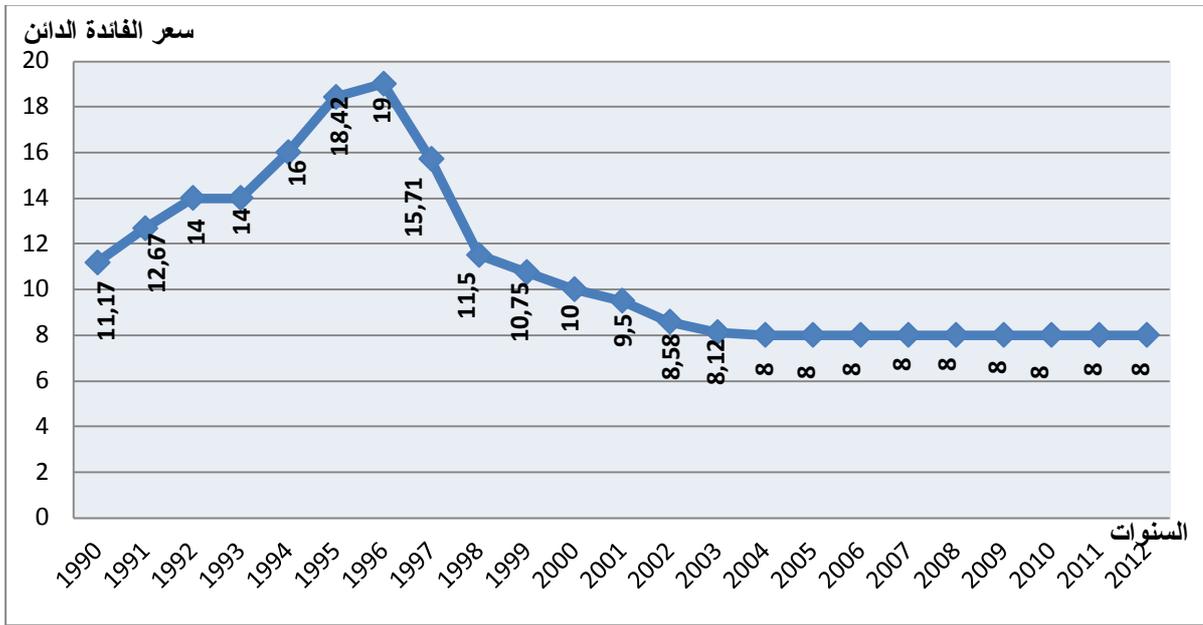
المرحلة الأولى من 1990 إلى 1996: تميزت هذه المرحلة بارتفاع سعر الفائدة الدائن، حيث ارتفع بنسبة 58.78% بين سنتي 1990 و1996، فبعد أن كان 11.17% عام 1990 ارتفع ليصل إلى 19% عام 1996. وما يميز هذه المرحلة هو ارتفاع معدلات التضخم إلى غاية 1996 ليؤثر في ذلك على أسعار الفائدة الحقيقية لتصبح أسعار فائدة حقيقية سالبة* (انظر الشكل رقم 2-19).

¹ بلعزوز بن علي، أثر تغيرات سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 288.

² بلعزوز بن علي، أثر تغيرات سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر-، مرجع سابق، ص 289.
* تكون أمام أسعار الفائدة الحقيقية السالبة عندما يكون معدل التضخم لسنة ما أكبر من سعر الفائدة الاسمي لنفس السنة.

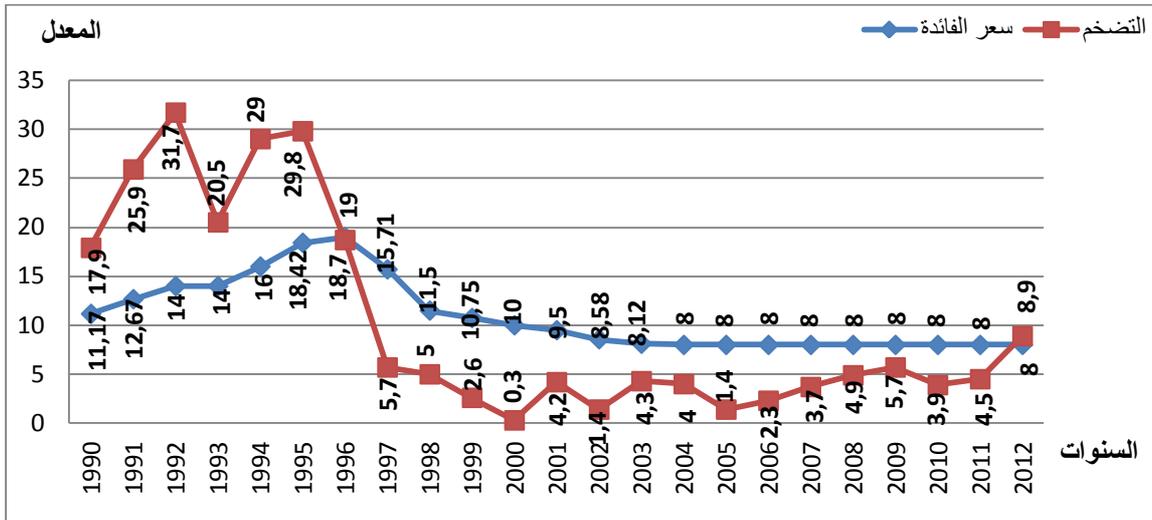
المرحلة الثانية من 1997 إلى 2012: بعد أن بلغ سعر الفائدة أقصى قيمة له عام 1996 بدأ في الانخفاض ابتداء من عام 1997، حيث انخفض بما نسبته 50.92% خلال الفترة 1997-2012، وابتداء من عام 2004 بلغ أدنى قيمة له مقارنة بالفترة 1990-2003، وبقي مستقرا إلى غاية 2012 بمعدل 8%. وما يميز هذه الفترة هو تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة إلى غاية 2011، وسبب هذا هو ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية عن معدلات التضخم، بينما في عام 2012 تجاوز معدل التضخم نسبة معدل الفائدة الأمر الذي أدى إلى تحقيق سعر فائدة حقيقي سالب (انظر الشكل رقم 2-18).

الشكل رقم 2-17: تطور سعر الفائدة الدائن في الجزائر خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-11.

الشكل رقم 2-18: تطور كل من سعر الفائدة الدائن ومعدل التضخم خلال الفترة 1990-2012



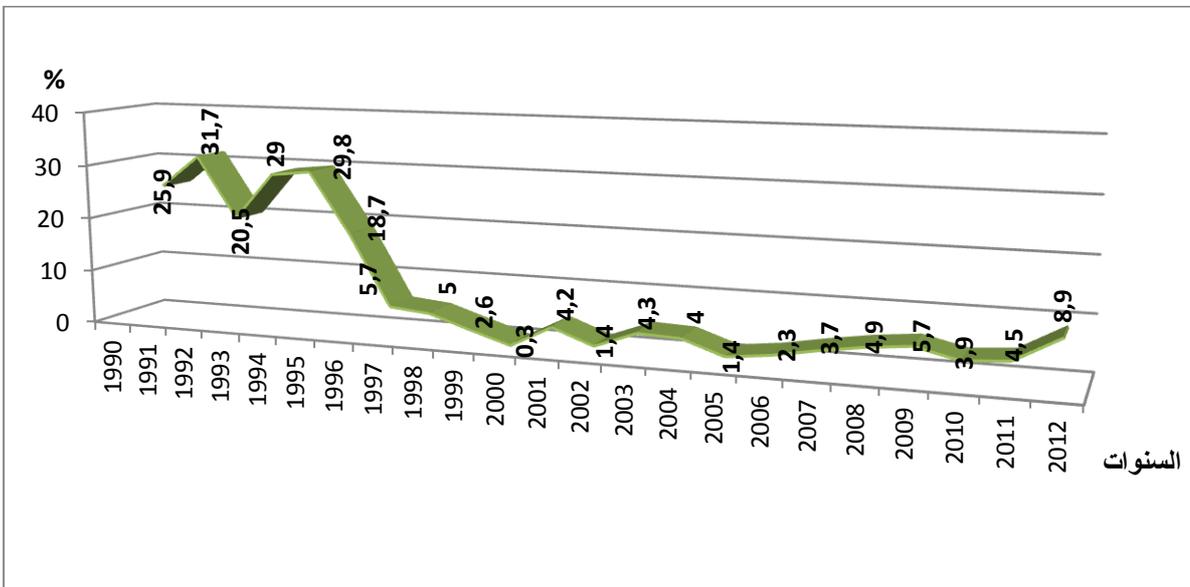
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-11.

ثانياً: تطور معدل التضخم

يمكن معرفة التطور الحاصل في معدل التضخم للاقتصاد الجزائري من خلال ملاحظة الشكل رقم 2-19، إذ نلاحظ ارتفاع معدلات التضخم خلال الفترة 1990-1995، حيث بلغ التضخم أقصى معدل له في تاريخ الجزائر عام 1992، إذ وصل 31.7%، وهذا الارتفاع في التضخم لهذه المرحلة يعزى إلى التحجيل في تحرير الأسعار بداية من 1989 والانخفاض القوي لسعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار، والذي انتقل من 0.111 دولار عام 1990 إلى 0.054 دولار عام 1991، بالإضافة إلى الاحتياجات الملحة لتمويل الاستثمارات العمومية، الأمر الذي أدى إلى زيادة المعروض النقدي في الاقتصاد والذي نتج عنه ارتفاع في المستوى العام للأسعار أو بمعنى آخر زيادة معدلات التضخم. بينما خلال الفترة 1996-2000 نلاحظ انخفاض كبير في معدلات التضخم حيث انخفض من 18.7% إلى 0.3%، ويعزى هذا الانخفاض إلى السياسات المالية والنقدية المتشددة التي فرضها صندوق النقد الدولي على الجزائر من خلال برنامج التعديل الهيكلي الذي انطلق ابتداءً من عام 1994، والذي تم الاعتماد فيه على سياسة مالية ونقدية انكماشية أهمها تخفيض الدعم الحكومي للعديد من السلع الاستهلاكية. وخلال الفترة 2001-2012 نلاحظ تذبذب في معدلات التضخم، فمرة يرتفع ومرة ينخفض، وهذه التغيرات تعتبر كنتاج للبرامج التنموية التي قامت بها الجزائر انطلاقاً من عام 2001، بالإضافة إلى عوامل أخرى كارتفاع كتلة الرواتب والأجور عام 2007 من دون أن تقابلها زيادة الإنتاجية، وارتفاع معدل الكتلة النقدية وارتفاع أسعار السلع المستوردة بسبب ارتفاع سعر

صرف اليورو*، وفي عام 2011 حدثت أزمة السكر والزيت الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار هذين الأخيرين، بينما تعتبر عام 2012 عام استثنائية نظرا لارتفاع معدل التضخم حوالي 50% مقارنة بعام 2011 والذي بلغ 8.9%، ومن بين أسباب هذا الارتفاع هو ارتفاع أسعار المواد الفلاحية الطازجة والمنتجات الغذائية الصناعية، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار اللحوم بمختلف أنواعها والأسماك والبيض، كما شمل الارتفاع بعض المنتجات الصناعية، ويتعلق الأمر بالمشروبات، القهوة والشاي، الخبز والحبوب، الحليب ومشتقاته، مواد الصيانة والتنظيف، الملابس والأحذية، مواد التجميل، مصاريف المطاعم والمقاهي والفنادق.

الشكل رقم 2-19: تطور معدل التضخم للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-11.

ثالثا: تطور سعر صرف الدينار الجزائري

أدت الأزمة النفطية لعام 1986 إلى دخول الاقتصاد الجزائري في أزمة حادة، حيث تعرض الاقتصاد الجزائري إلى ما يعرف بالعجز التوأم*، مما أدخل الاقتصاد الوطني في ركود جراء تدني الواردات لمختلف المدخلات التي يحتاجها الجهاز الإنتاجي، وقد بين الوضع الجديد أن المشكل ليس ظرفيا بقدر ما هو مشكل هيكلي وذلك لعدم قدرة الاقتصاد الوطني على تصحيح نفسه تلقائيا بما

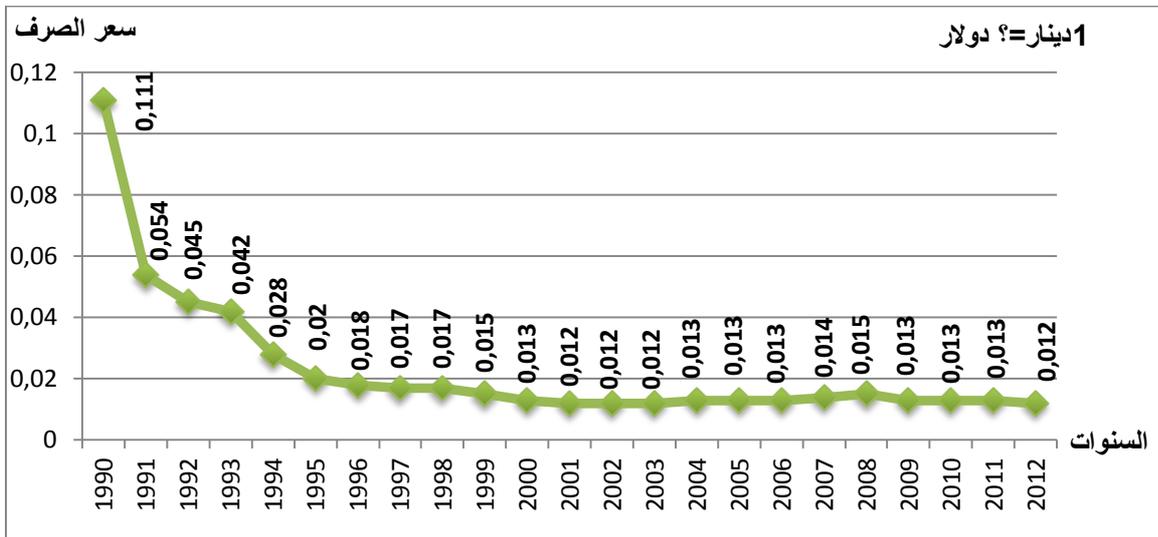
*أكثر من 60% من واردات الجزائر يتم تسويتها عن طريق عملة الاتحاد الأوروبي (اليورو).
*يقصد بالعجز التوأم تراهن العجز في الموازنة العامة وميزان المدفوعات.

يتناسب مع الوضع الجديد، مما يبين أن النظام المتبع خلال عقدين قد بلغ حدوده، مما يتطلب إدخال إصلاحات جذرية على مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني.

وقد تمثل الهدف الأساسي للإصلاح النقدي والمالي في إعادة الاعتبار لوظيفة تخصيص الموارد على المستوى الداخلي والخارجي، وبطبيعة الحال فإن ذلك لن يكون ممكناً إلا باستعادة الدينار لقيمه الحقيقية الداخلية والخارجية على السواء، وهذا ما أوجب القيام بإجراءات متزامنة على الصعيد الداخلي والخارجي مع بقاء الهدف النهائي ممثلاً في تحقيق قابلية الدينار الجزائري للتحويل، وهذا ما استهدفته السلطات النقدية منذ منتصف التسعينات، أي أن تتوصل إلى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للعملة الجارية بداية من عام 1994 على أقصى تقدير، على أن تتم هذه العملية بشكل تدريجي واحترافي¹.

وعلى إثر هذه الإصلاحات المتعلقة بسعر الصرف أخذ سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار اتجاهها متناقصاً، ويمكن تلمس هذا التطور لسعر الصرف خلال الفترة 1990-2012 من خلال ملاحظة الشكل رقم 2-20، والشكل يظهر مرحلتين لتطور سعر الصرف، المرحلة الأولى 1990-2001 والتي امتازت بالانخفاض المستمر في سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار، بينما المرحلة الثانية 2002-2012 تميزت باستقرار نسبي في سعر الصرف خلال هذه الفترة.

الشكل رقم 2-20: تطور سعر صرف الدينار الجزائري خلال الفترة 1990-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الملحق رقم 2-11.

¹ لحو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص 296.

خلاصة الفصل الثاني:

تعتبر التدفقات المالية الدولية في شكل استثمار أجنبي مباشر وغير مباشر من أهم رؤوس الأموال التي تعتمد عليها البلدان النامية في تنمية اقتصادياتها والنهوض بها، ونظرا لأهمية الاستثمار الأجنبي بنوعيه في توفير رؤوس الأموال للبلدان الأموال، اتجهت كل دول العالم إلى تهيئة المناخ المناسب لاستقطاب هذا النوع من رؤوس الأموال الأجنبية، ومن بين هذه الدول مصر والجزائر. فكلا هذين البلدين قاما بإجراء تعديلات على التشريعات المتعلقة بالمستثمر الأجنبي، وقدموا الكثير من التحفيزات التي من شأنها استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب.

فمصر تعتبر إحدى دول شمال إفريقيا التي تستقطب رؤوس أموال أجنبية في شكل استثمار أجنبي مباشر وغير مباشر، وذلك بفضل الفرص الاستثمارية التي تحتويها في العديد من القطاعات والتي على رأسها القطاع الصناعي، إضافة إلى سوق رأس المال النشطة بهذا البلد، وهذه الأخيرة تستقطب رؤوس أموال أجنبية في شكل استثمار محفظي.

والجزائر هي الأخرى من دول شمال إفريقيا التي تحتوي على فرص هائلة للمستثمر الأجنبي أهمها قطاع المحروقات، بالإضافة إلى قطاعات أخرى. لكن فيما يخص تدفقات رؤوس الأموال إلى الجزائر في شكل استثمار محفظي فهي منعدمة تماما كون أن سوق رأس المال بالجزائر غير مفتوحة أمام المستثمرين الأجانب.

وبعد أن رأينا تطور بعض المتغيرات التفسيرية لتغيرات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر والتي من أهمها سعر الفائدة الدائن، سنحاول في الفصل الموالي تقدير العلاقة بين كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر مع هذه المتغيرات التفسيرية.



قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية
الواردة إلى مصر والجزائر

تمهيد:

أصبح الاقتصاد القياسي يحظى بأهمية كبيرة، بوصفه الأداة الأساسية التي تُقَدَّر افتراضات النظرية الاقتصادية بإعطائها تقديرات عديدة تقرّبها إلى الواقع لتكون أكثر منطقية وقبول، حيث يحاول هذا الفرع من علم الاقتصاد الجمع بين النظرية الاقتصادية والأساليب الرياضية والطرائق الإحصائية للحصول على تقديرات كمية يمكن استخدامها في اتخاذ القرار والتنبؤ، ويكون هذا بإجراء الاختبارات للفرضيات الاقتصادية ومن ثم تحديد كمية العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية التي تشرح سلوك المشاهدة محل الدراسة.

والهدف من هذا الفصل هو محاولة قياس أثر سعر الفائدة الدائن على تدفقات رؤوس الأموال محل الدراسة (الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر) الواردة إلى مصر والجزائر، ومعرفة مدى توافق النتائج المحصل عليها مع الطرح النظري للعلاقة بين سعر الفائدة الدائن وهذا النوع من رؤوس الأموال الأجنبية. وسيكون هذا وفقا لثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النماذج القياسية.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النماذج القياسية

من أجل معرفة أثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي لابد من استخدام الأساليب القياسية لقياس أثره بشكل كمي، ومن أجل هذا سيتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب تتناول مراحل بناء النموذج الاقتصادي.

المطلب الأول: توصيف النموذج

تعد مرحلة التوصيف من أهم مراحل إعداد النموذج الاقتصادي حيث يتم فيها تحديد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية التابعة والمتغيرات المستقلة التي تندرج في النموذج الاقتصادي على ضوء معطيات النظرية الاقتصادية.

ويتطلب توصيف أو صياغة النموذج تحديد الظاهرة المراد تفسيرها والعوامل التي يمكن أن تساعد على تفسير سلوكها، ويحاول الباحث القياسي في هذه المرحلة دراسة العلاقة بين المتغيرات المختلفة والتعبير عن هذه العلاقة في صورة رياضية، وهذا ما نعنيه بتوصيف النموذج الذي سيتم عن طريقه بحث الظاهرة. ويعتمد توصيف النموذج على النظرية الاقتصادية وعلى كل ما يتوافر لدينا من معلومات عن الظاهرة محل الدراسة، لذلك كان لزاماً على الباحث القياسي أن يكون على دراية كبيرة بالنظرية الاقتصادية بصفة عامة وبالظاهرة موضوع الدراسة بصفة خاصة.

وتتضمن عملية توصيف النموذج ما يلي¹:

أ. تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي ينبغي إدخالها في النموذج.

ب. معرفة التوقعات النظرية لما يمكن أن تكون عليه إشارات معالم الدوال والتي سيتم على أساسها تقييم التقديرات المتحصل عليها لمعالم النموذج.

ت. تحديد الشكل الرياضي للنموذج من حيث المتغيرات والمعادلات التي يحتوي عليها وكونها خطية أو غير خطية.

ث. تحويل النموذج الرياضي إلى نموذج إحصائي وذلك بإدخال العنصر أو المتغير العشوائي والذي يعبر عن الاعتبارات التي سبق الإشارة إليها مثل المتغيرات التفسيرية التي لم تدخل في المعادلة ويكون لها تأثيرها على المتغير التابع أو الجزء غير المنتظم في السلوك الاقتصادي... الخ.

¹ محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 19-20.

ولغرض توصيف النموذج في دراستنا هذه وبناء نموذج اقتصادي، سنقوم بتطبيق الخطوات السابقة الذكر.

أولاً: تحديد متغيرات النموذج مع الإشارة إلى التوقعات النظرية

إن عملية اختيار المتغيرات التي تؤثر في الظاهرة محل الدراسة تعتمد على النظرية الاقتصادية بالدرجة الأولى، وعلى الدراسات السابقة بالدرجة الثانية. وفي دراستنا هذه وبناء على الطرح النظري الذي رأيناه في الفصل الأول حول العوامل المؤثرة في سلوك الاستثمار الأجنبي بنوعيه (الحقيقي والمحفظي)، سوف نعتمد على 8 متغيرات مفسرة لسلوك الاستثمار الأجنبي المباشر، و6 متغيرات مفسرة لسلوك الاستثمار الأجنبي غير المباشر، واقتصرنا على هذا العدد من المتغيرات بالرغم من كثرة المتغيرات التفسيرية راجع إلى عدة أسباب، ومن أبرزها عدم توفر الإحصائيات لبعض المتغيرات بالإضافة إلى أن عدد مشاهدات فترة الدراسة لا يسمح لنا بإدخال عدد كبير من المتغيرات التفسيرية والتي يمكن أن تقسر لنا سلوك الاستثمار الأجنبي بنسبة كبيرة، وزيادة على ذلك صعوبة قياس بعض المتغيرات لكونها متغيرات كيفية.

1. نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر:

من أجل بناء نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر سنعتمد في ذلك على متغير واحد تابع هو صافي الاستثمار الأجنبي المباشر و8 متغيرات تفسيرية، وهذا بالنسبة لكل من مصر والجزائر.

أ. صافي الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (FDIGDP): لأغراض هذه الدراسة قمنا باستخدام صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كمتغير تابع وكأحد أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، لنقوم بقياس مدى أثر المتغيرات التفسيرية على سلوك هذا المتغير.

ب. سعر الفائدة الدائن (IR): سعر الفائدة الدائن هو المعدل المدفوع نظير استخدام المال أو بتعبير أدق تكلفة الاقتراض من البنوك. ووفقاً لـ (Trevino and Gross 1996)¹ فإن سعر الفائدة المرتفع نسبياً في البلد المضيف له تأثير إيجابي على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد. ولكن التأثير يمكن أن يكون في الاتجاه المعاكس إذا اعتمد المستثمرين الأجانب على السوق النقدي لتمويل استثماراتهم.

¹ Chingarande Anna, op cit.

ونحن سنأخذ سعر الفائدة الدائن كتكلفة بالنسبة للمستثمر الأجنبي بحيث من المفترض أن يكون لهذا المتغير علاقة عكسية مع الاستثمار الأجنبي المباشر.

ت. **سعر الصرف (ER):** هذا المتغير يلعب دورا مهما في تدفقات رؤوس الأموال في شكل استثمار الأجنبي المباشر إلى البلدان المضيفة، حيث ارتفاع سعر صرف عملة البلد المضيف معناه ارتفاع تكلفة صادرات هذا البلد بالنسبة للأجانب الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض طلب الأجانب على منتجات هذا البلد وهذا معناه انخفاض مبيعات المستثمر الأجنبي وربما تحقيقه لخاسر وهو يعتبر عامل طرد للمستثمر الأجنبي، ويحدث العكس في حال انخفاض سعر صرف البلد المضيف. وبالتالي فإن سعر صرف عملة البلد المضيف له علاقة عكسية مع الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن المتوقع وجود نفس العلاقة في هذه الدراسة.

ث. **معدل التضخم (IF):** يستخدم التضخم كمؤشر على عدم استقرار الاقتصاد الكلي، حيث وجود بيئة مستقرة للاقتصاد الكلي يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر (al and Buckley 2007¹). وبالتالي فالإقتصاد المستقر يجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وعليه الحفاظ على معدل تضخم منخفض أمر مطلوب بالنسبة للدول التي ترغب في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر. وبالتالي فالتضخم له علاقة عكسية مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ومن المتوقع وجود نفس العلاقة في هذه الدراسة.

ج. **الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP):** الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص يستعمل كمؤشر لقياس مدى تطور القطاع المصرفي في البلد المضيف للاستثمار الأجنبي، ووفقا لـ (Gomez and Nasser 2009²) فإن تطور القطاع المصرفي يساهم في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر. إذن فارتفاع الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص معناه وجود تسهيلات في منح القروض الموجهة لتمويل الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي سهولة حصول المستثمر الأجنبي على قروض لتمويل استثماره. إذن كلما ارتفع حجم الائتمان المحلي كلما زاد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وهو ما يعكس لنا العلاقة الموجبة، وعليه من المتوقع في دراستنا هذه أن نجد علاقة موجبة بين الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

¹ John C. Anyanwu, op cit.

² ibid.

ح. نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC): يعتبر مؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كأحد أهم المؤشرات التي تعكس حجم الطلب على السلع والخدمات في البلد المضيف، وبالتالي ارتفاع هذا المؤشر سيستقطب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر والعكس صحيح (Rojid Sawkut, Seetanah Boopen and others 2009) ، وعليه فمن المتوقع أن نجد في دراستنا هذه علاقة طردية بين هذا المؤشر وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

خ. سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): يعتبر هذا المؤشر بمثابة مقياس لحجم الفرص المتاحة للمستثمرين الأجانب من أجل تطوير الهياكل القاعدية لهذه المناطق ودمجها ضمن المناطق الحضري، وبالتالي فإن هذا المؤشر يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر (saskia k.s wilhelms 1998)، وعليه فمن المتوقع أن نجد في دراستنا علاقة طردية بين هذا المؤشر والاستثمار الأجنبي المباشر.

د. النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): مؤشر النفقات الحكومية الموجهة للاستهلاك العام يعتبر من أهم المؤشرات المستقبة للاستثمار الأجنبي المباشر، خاصة إذا ما تم توجيه أغليبيتها لصيانة وتهيئة البنية التحتية (John C. Anyanwu 2011)، وبالتالي من المتوقع أن نجد في دراستنا علاقة موجبة بين مؤشر النفقات النهائية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ذ. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): هذا المؤشر هو يلعب دور مهم في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، لان زيادة هذا المؤشر تؤدي إلى زيادة النشاط الاقتصادي في البلد المضيف (Chingarande Anna 2012)، الأمر الذي يحفز المستثمرين الأجانب على الاستثمار في هذا البلد، وعليه فمن المتوقع ان نجد في دراستنا علاقة طردية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ر. المتغير العشوائي (εi): مهما قمنا بإدخال العديد من المتغيرات التفسيرية في النموذج، إلا انه لا يمكن الاعتماد عليها في عملية القياس نظرا لوجود عوامل أخرى لا يمكن التعبير عنها بقيم عددية تسمح لنا بإدخالها في النموذج أو نقوم بنسيانها أو إهمالها، لذلك فإن الأمر يتطلب إدخال متغير آخر يسمى بالمتغير العشوائي، وهكذا يكون النموذج في صورته الاحتمالية القابلة للقياس.

2. نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

من أجل بناء نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر سننتمد في ذلك على متغير واحد تابع هو صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر و 6 متغيرات تفسيرية، وهذا بالنسبة لمصر فقط.

أ. صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (FPIGDP):
لأغراض هذه الدراسة قمنا باستخدام صافي تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغير تابع وكأحد أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، لنقوم بقياس مدى أثر المتغيرات التفسيرية على سلوك هذا المتغير.

ب. سعر الفائدة الدائن (IR): في حالة عدم وجود تمويل ذاتي وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة الدائن وحاجة المستثمرين إلى قروض لتمويل نشاطاتهم فإنهم يتجهون إلى البديل الثاني الذي يمكنهم من الحصول على أموال تضمن لهم استمرارية نشاطاتهم، ويتمثل هذا البديل في إصدار أوراق مالية كالأسهم والسندات، وبعد طرح هذه الأوراق المالية للتداول ومع وجود عائد مقبول على هذه الأوراق وبافتراض أن سوق الأوراق المالية مفتوحة أمام الأجانب فإن هذا سيدفع المستثمرين الأجانب لشراء هذه الأوراق المالية، وهذا معناه زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر. ومن المتوقع في دراستنا هذه أن نجد علاقة طردية بين تغيرات سعر الفائدة الدائن وسلوك الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ت. سعر الصرف (ER): إن الانخفاض المفاجئ وغير المتوقع في سعر صرف عملة البلد المضيف يؤثر على عوائد المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية لهذا البلد، لأنه عند حدوث انخفاض في سعر صرف عملة هذا البلد فإن العوائد المحققة للأجانب من وراء هذا الاستثمار ستكون منخفضة عند تحويلها إلى عملة بلدانهم، والسبب في ذلك تدهور قيمة عملة البلد المضيف مقارنة بعملة بلدانهم (Torsten PERSSON and Lars E.O. SVENSSON 1989)¹. ومن المتوقع في دراستنا إيجاد علاقة طردية بين تغيرات سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ث. معدل التضخم (IF): لما يكون اقتصاد البلد المضيف يعاني ارتفاع في معدل التضخم فهذا معناه انخفاض مبيعات الشركات الإنتاجية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائدات وبالتالي انخفاض

¹ Torsten PERSSON and Lars E.O. SVENSSON, **Exchange rate variability and asset trade**, Journal of Monetary Economic, vol.23, University of Stockholm, 1989.

الأرباح أو تحقيق خسائر، وهذا يؤدي بدوره إلى التأثير على أرباح حملة أسهم هذه الشركات وربما تعرضهم لخسارة، ومن هذا المنطلق فالمستثمرون الأجانب في الأوراق المالية للبلد المضيف يتجنبون الاستثمار في سوق الأوراق المالية للبلدان التي بها معدلات تضخم مرتفعة (R.N.AGARWAL 1997¹). وبالتالي فمن المتوقع في دراستنا أن نجد علاقة عكسية بين معدل التضخم وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر.

ج. مؤشر ستاندرد أند بورز (ISP): هذا المتغير هو عبارة عن احد المؤشرات التي تعكس أداء سوق الأوراق المالية، وأداء سوق الأوراق المالية يمكن أن يلعب أثرا ايجابيا أو سلبيا على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر. ففي حالة ارتفاع هذا المؤشر فإن إقبال المستثمرين الأجانب على شراء الأوراق المالية بالبلد المضيف سيرتفع، وفي حالة تدهور هذا المؤشر سيحدث العكس (Haizhen Yang, Yuan Xiong and Yujing Ze 2013²). ومن المتوقع في دراستنا أن نجد علاقة طردية بين مؤشر ستاندرد أند بورز وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ح. الإيرادات الضريبية للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (TRGDP): يعتبر هذا المتغير كأحد مؤشرات قياس الوضع المالي للحكومة، ففي حال ارتفاع المؤشر دل هذا على زيادة الضرائب الحكومية المفروضة على مختلف القطاعات في البلد المضيف، وهذا الارتفاع ليس في صالح المستثمرين الأجانب لأن زيادة الضرائب ستقلل من أرباحهم. وبالتالي فمن المتوقع أن نجد في دراستنا علاقة عكسية بين مؤشر الإيرادات الضريبية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

خ. القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (VSTGDP): هذا المؤشر يلعب دورا مهما في استقطاب المستثمرين الأجانب إلى أسواق الأوراق المالية، حيث كلما ارتفع أدى إلى تدفق المزيد من الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعكس صحيح وهذا (R.N.AGARWAL 1997). وفي دراستنا نتوقع ان تكون هناك علاقة طردية بين تغيرات القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بسوق الأوراق المالية لمصر وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

¹ R.N.AGARWAL, **Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact**, Indian Economic Review, Vol. 32, No. 2, Delhi School of Economics, 1997.

² Haizhen Yang, Yuan Xiong and Yujing Ze, op cit.

ثانيا: تحديد معادلة النموذج

وفقا لموضوع دراستنا فمن المفروض أن يكون كل من نموذج الاستثمار المباشر ونموذج الاستثمار المحفظي بدلالة متغير مستقل واحد هو سعر الفائدة الدائن ، ونظرا لوجود متغيرات أخرى تفسر تدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه، فلا بد من إدخالها حتى تعطي دلالة قوية لتماسك نماذج الاستثمار الأجنبي.

بعد أن قمنا بتحديد المتغيرات التفسيرية لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، يجب أن نقوم بصياغة كل نموذج في شكله النهائي القابل للقياس.

1. نموذج الاستثمار الأجنبي للاقتصاد المصري:

أ. نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر:

حتى يتم صياغة النموذج في شكله النهائي القابل للقياس لا بد من المرور بخطوتين هما:

الخطوة الأولى: الصياغة الرياضية للنموذج.

بعد تحديد المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يمكن صياغة الشكل الدالي كما يلي:

$$FDIGDP1 = f (CPSGDP, ER, GDPPC, GEGDP, GGDP, IF, IR, RP)$$

حيث أن:

FDIGDP1: صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

CPSGDP: الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ER: سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار.

GDPPC: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

GEGDP: النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

GGDP: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

IF: معدل التضخم للاقتصاد المصري.

IR: سعر الفائدة الدائن للاقتصاد المصري.

RP: سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان.

الخطوة الثانية: تحويل النموذج من الشكل الرياضي إلى الشكل الإحصائي.

حتى يكتمل النموذج ويصبح قابلاً للقياس لابد من صياغته إلى الشكل الإحصائي بإضافة المتغير العشوائي ε_i كما يلي:

$$FDIGDP1 = \alpha + \beta_1 CPSGDP + \beta_2 ER + \beta_3 GDPPC + \beta_4 GEGDP + \beta_5 GGDP + \beta_6 IF + \beta_7 IR + \beta_8 RP + \varepsilon_i$$

حيث أن:

α : هو ثابت المعادلة والذي تمثل قيمته قيمة المتغير التابع في حالة كون المتغيرات المستقلة مساوية للصفر.

β_1, \dots, β_8 : هي معاملات المتغيرات التفسيرية.

ب. نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

بإتباع نفس خطوات صياغة نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر نتحصل على نموذج الاستثمار

الأجنبي غير المباشر في شكله النهائي القابل للقياس والموضح في المعادلة التالية:

$$FPIGDP = \alpha + \beta_1 ER + \beta_2 IF + \beta_3 IR + \beta_4 ISP + \beta_5 TRGDP + \beta_6 VSTGDP + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$FPIGDP$: صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

ER : سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار.

IF : معدل التضخم للاقتصاد المصري.

IR : سعر الفائدة الدائن للاقتصاد المصري.

ISP : مؤشر ستاندرد أند بورز لسوق الأوراق المالية بمصر.

$TRGDP$: الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

$VSTGDP$: القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ε_i : المتغير العشوائي.

α : هو ثابت المعادلة والذي تمثل قيمته قيمة المتغير التابع في حالة كون المتغيرات المستقلة مساوية للصفر.

β_1, \dots, β_6 : هي معاملات المتغيرات التفسيرية.

2. نموذج الاستثمار الأجنبي للاقتصاد الجزائري:

بالنسبة للاقتصاد الجزائري سنقوم بصياغة ودراسة نموذج واحد هو نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر، ويتبع نفس خطوات صياغة نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري نتحصل على النموذج في شكله النهائي القابل للقياس والموضح في المعادلة التالية:

$$FDIGDP2 = \alpha + \beta_1 CPSGDP + \beta_2 ER + \beta_3 GDPPC + \beta_4 GGCE + \beta_5 GGDP + \beta_6 IF + \beta_7 IR + \beta_8 RP + \varepsilon_i$$

حيث أن:

FDIGDP2: صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

CPSGDP: الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

ER: سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار.

GDPPC: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

GEGDP: النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

GGDP: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

IF: معدل التضخم للاقتصاد الجزائري.

IR: سعر الفائدة الدائن للاقتصاد الجزائري.

RP: سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان.

ε_i : المتغير العشوائي.

α : هو ثابت المعادلة والذي تمثل قيمته قيمة المتغير التابع في حالة كون المتغيرات المستقلة مساوية

للصفر.

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$: هي معاملات المتغيرات التفسيرية.

المطلب الثاني: تقدير معالم النموذج

بعد أن قمنا بتوصيف النموذج للظاهرة محل الدراسة وبعد أن قمنا بتحويله من الصورة الرياضية إلى الصورة الإحصائية، فإن الخطوة التالية هي تقدير معالم (أو معاملات) النموذج باستخدام الطريقة المناسبة للتقدير. وتتطلب هذه المرحلة من الباحث أن يكون ملماً بطرق القياس الاقتصادي والفرضيات الخاصة بكل طريقة. وهذه المرحلة تتضمن ما يلي¹:

أولاً: جمع البيانات عن جميع المتغيرات الداخلة في النموذج

في كثير من الأحيان قد لا تتوفر للباحث البيانات بالشكل المناسب لتقدير معالم النموذج موضع الدراسة، وغالباً ما يضطر إلى إدخال بعض التعديلات أو التصحيحات على البيانات المتاحة لجعلها أكثر اتفاقاً مع متطلبات النموذج المراد تقديره. فبعض البيانات قد تكون متاحة بالأسعار الجارية في حين أن المناسب هو أن تكون بالأسعار الثابتة. وبالإضافة إلى ذلك فإن البيانات المطلوبة قد لا تتوفر عن فترات طويلة وبالتالي يضطر الباحث إلى تقدير معالم النموذج من سلسلة قصيرة نسبياً مما قد يؤثر على استقرار العلاقة وجودة التقديرات. وعلى الباحث أن يتحقق عند جمعه البيانات المطلوبة لتقدير العلاقة أن لا يكون هناك ارتباط وثيق بين المتغيرات التفسيرية في النموذج أو يكون أحدها مشتق من الآخر، إذ قد يترتب على ذلك تعذر الحصول على تقديرات لمعاملات النموذج أو التفسير الخاطئ للنتائج المتحصل عليها في هذه الحالة، وتعرف المشكلة في هذه الحالة بمشكلة الأزواج الخطي.

ومن ناحية أخرى فإن هناك نوعان أساسيان من البيانات التي يمكن استخدامها في تقدير النماذج الإحصائية، هي بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، وعلى الباحث أن يكون مدركاً للمشاكل المترتبة على استخدام كل نوع من هذه البيانات في تقدير العلاقات وتفسيرها واستخدامها في التنبؤ بالظاهرة محل الدراسة.

ثانياً: اختيار الطريقة المناسبة لتقدير معالم النموذج:

ونعني بذلك أنه يتعين على الباحث أن يكون على دراية بالطرائق المختلفة لتقدير معالم النماذج الإحصائية والفرضيات الخاصة بكل طريقة والمعنى الاقتصادي للتقديرات الخاصة بمعالم النموذج.

¹ محمد عبد السميع عناني، مرجع سابق، ص ص 25-27.

ويعتبر إمام الباحث بالطرق المختلفة للقياس أو التقدير عاملا هاما للحصول على تقديرات جيدة يمكن الاعتماد عليها. ويمكن تقدير معلمات النماذج الاقتصادية بعدد من الطرق يمكن تصنيفها إلى مجموعتين رئيسيتين¹:

1. طرق تقدير معلمات المعادلة الواحدة: وتطبق هذه الطرق لتقدير معلمات معادلة واحدة ومن أهم هذه الطرق طريقة المربعات الصغرى OLS، طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة ILS، طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وطريقة الإمكان الأكبر للمعلومات المحدودة LIML .
2. طرق تقدير معلمات المعادلات الآنية: وتطبق هذه الطرق لتقدير معلمات مجموعة من المعادلات الآنية ومن أهم هذه الطرق طريقة المربعات الصغرى على ثلاثة مراحل 3SLS، وطريقة الإمكان الأعظم للمعلومات الكاملة FIML.

وفي دراستنا هذه سنستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية بالاستعانة ببرنامج EVIEWS الإصدار رقم 7 في تقدير قيم المعلمات والتي على أساسها يمكن تحديد درجة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابع.

المطلب الثالث: تقييم تقديرات النموذج

بعد الانتهاء من تقدير معلمات النموذج باستخدام الطريقة القياسية المناسبة للتقدير، فإن المرحلة الثالثة للبحث القياسي هي تقييم هذه التقديرات المتحصل عليها، بمعنى أن يقرر الباحث على أساس معايير معينة ما إذا كانت هذه التقديرات يمكن قبولها والاعتماد عليها أم لا. وتنقسم المعايير التي يتم على أساسها تقييم وتقدير معلمات النموذج الإحصائي إلى ثلاثة أقسام هي:

1. المعايير الاقتصادية: هذه المعايير تحدها النظرية الاقتصادية وتهتم بإشارات وقيم معلمات المتغيرات الاقتصادية، ووفقا لهذا المعيار تجري مقارنة إشارات وقيم المعلمات المقدره وبيان فيما إذا كانت متطابقة مع منطق النظرية الاقتصادية أم لا وفي ضوء ذلك تتحدد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

من المفروض أن نجد إشارات المعلمات المقدره تتوافق مع النظرية الاقتصادية، وفي حال ظهرت بعض التقديرات بإشارة مخالفة لما تقرره النظرية الاقتصادية فإنه ينبغي في هذه الحالة رفض التقدير

¹ محمد عبد السميع عناني، مرجع سابق، ص ص 27-28.

لنتناقضه مع النظرية إلا إذا كان هناك سبب قوي يمكن أن نستدل به، و في حالة رفض التقدير ذو الإشارة المخالفة لتوقعات النظرية فإنه يتعين إعادة النظر في صياغة العلاقة من حيث المتغيرات الداخلة فيها أو العلاقات الإضافية التي يمكن إدخالها في النموذج أو محاولة تقديرها من بيانات أخرى، وسوء التقدير كثيرا ما يعزى إلى أخطاء البيانات كما ينبغي التحقق من مدى انطباق الفرضيات الخاصة بالأسلوب القياسي المستخدم في تقدير العلاقة حيث قد يعزى اختلاف إشارة التقدير لإسقاط فرضية أو أكثر من هذه الفرضيات.

2. **المعايير الإحصائية:** هذه المعايير تحدها النظرية الإحصائية وتهدف إلى تقييم التقديرات المتحصل عليها لمعاملات النموذج وكذا درجة الثقة في هذه التقديرات.

ومن أهم المقاييس الإحصائية المستخدمة ما يلي¹:

أ. **معامل التحديد R^2 :** يعبر معامل التحديد المحسوب من بيانات العينة عن نسبة التغيرات الكلية في المتغير التابع التي أمكن شرحها، عن طريق التغيرات في المتغيرات التفسيرية، أو بعبارة أخرى يعبر عن القوة التفسيرية للنموذج أي مدى مساهمة المتغيرات التفسيرية في شرح التغيرات في المتغير التابع للعلاقة الاقتصادية، ويستحسن العمل بمعامل التحديد المعدل لأنه أحسن من R^2 .

وعموما كلما ارتفعت قيمة معامل التحديد كان ذلك دليلا على قوة العلاقة المستخدمة في تفسير المتغير التابع والعكس صحيح. ومما ينبغي معرفته هو أنه في بعض الأحيان قد نحصل على معامل تحديد مرتفع دون أن يعني ذلك ارتفاع حقيقي في القوة التفسيرية للعلاقة المقدره وذلك نتيجة لوجود علاقة خطية قوية بين المتغيرات التفسيرية. ومن ناحية أخرى فإن انخفاض قيمة معامل التحديد قد لا تعني ضعف العلاقة المقدره بقدر ما يكون السبب هو عدم خطية العلاقة بين المتغيرات. كذلك فإن انخفاض قيمة معامل التحديد يمكن زيادته بإضافة متغيرات تفسيرية جديدة على ألا يتعارض ذلك مع التوصيف الجيد للنموذج. لذا ينبغي مراعاة الحرص الشديد في تفسير قيمة معامل التحديد وعدم التسرع في استخلاص نتيجة محددة من النموذج بناءا على معامل التحديد وحده، إذ أن قيمة النموذج في كثير من التطبيقات العملية قد تكون محدودة عندما تكون تقديرات معالمته أو نسبة كبيرة منها غير معنوية حتى ولو كانت قيمة معامل التحديد كبيرة جدا.

¹ محمد عبد السميع عناني، مرجع سابق، ص 31-32

ب. اختبار T . $Test$: ويكشف هذا الاختبار عن معنوية المعلمات التي تم تقديرها للمتغيرات الاقتصادية في النموذج، فإذا كانت قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية، دل ذلك على معنوية المعلمة المقدر، أي وجود علاقة جوهرية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

ت. اختبار F (Fisher Test) : وفقا لهذا الاختبار فإذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية فهذا يدل على معنوية النموذج ككل والعكس صحيح.

ث. معامل الارتباط (r) : يقصد بالارتباط وجود علاقة بين ظاهرتين أو أكثر، ويسمى المقياس الذي تُقاس به درجة الارتباط بمعامل الارتباط والذي يرمز له (r) . وتتنحصر قيمة معامل الارتباط بين (-1) و $(+1)$ وتكون العلاقة بين الظاهرتين طردية إذا كانت قيمة (r) موجبة، بينما تكون العلاقة عكسية إذا كانت قيمة (r) سالبة.

وباختصار فإن المعيار الإحصائي هو المعيار الذي بموجبه يمكن إيضاح مدى إمكانية اجتياز المعالم المقدر للاختبارات الإحصائية.

3. المعايير القياسية: يتضمن هذا المعيار أهم الاختبارات القياسية والتي منها $(D.W)$ و $(white)$ ، الأول يبين وجود أو عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين قيم المتغير العشوائي واختبار $(white)$ يبين وجود أو عدم وجود مشكلة تعدد خطي بين المتغيرات التفسيرية¹.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر

من جانب النظرية الاقتصادية تتسبب أسعار الفائدة في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، حيث أنه بانخفاض سعر الفائدة الدائن في البلد المضيف يتراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ويزداد تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى هذا البلد، ويحدث العكس في حالة ارتفاع سعر الفائدة الدائن، إذ يزداد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وينخفض تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى هذا البلد. وفي هذا المبحث سنحاول التأكد إن كانت هذه الخلفية النظرية تنطبق على الاقتصاد المصري أم لا من خلال استعمال أسلوب القياس الاقتصادي.

¹أموري هادي ومحمد مناجد الدليمي، مقدمة في تحليل الانحدار، لطلبة الصف الثالث إحصاء، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة بغداد، الموصل، 1988، ص 94.

المطلب الأول: تحليل وتقدير أثر سعر الفائدة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري

سنحاول في هذا المطلب تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر، لكي نُقدر أثر سعر الفائدة الدائن على هذا النوع من تدفق رؤوس الأموال الدولية.

أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

1. صافي الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (FDIGDP1): تتكون السلسلة FDIGDP1 من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 2.35 وقيمة عظمى 9.34 سجلت عام 2006، وقيمة صغرى -0.20 سجلت عام 2011، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.17، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 2.63¹.

2. سعر الفائدة الدائن (IR): تتكون السلسلة IR من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 14.33 وقيمة عظمى 20.32 سجلت عام 1992، وقيمة صغرى 11.01 سجلت عام 2010، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 13.29، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 2.77².

3. سعر الصرف (ER): تتكون السلسلة ER من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 0.253، وقيمة عظمى 0.64 سجلت عام 1990 وقيمة صغرى 0.16 سجلت عام 2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 0.251، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.1³.

4. معدل التضخم (IF): تتكون السلسلة IF من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 9.06 وقيمة عظمى 19.74 سجلت عام 1991، وقيمة صغرى 2.26 سجلت عام 2001، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 8.18، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 5.26⁴.

¹ انظر الملحق رقم 3-1.

² انظر الملحق رقم 3-2.

³ انظر الملحق رقم 3-3.

⁴ انظر الملحق رقم 3-4.

5. الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP): تتكون السلسلة CPSGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 39.86 وقيمة عظمى 54.93 سجلت عام 2001، وقيمة صغرى 22.27 سجلت عام 1992، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 39.69، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 11.64¹.
6. نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC): تتكون السلسلة GDPPC من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 1175.91 وقيمة عظمى 1559.61 سجلت عام 2012، وقيمة صغرى 872.37 سجلت عام 1991، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1161.67، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 233.53².
7. سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): تتكون السلسلة RP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 56.91 وقيمة عظمى 57.20 سجلت عام 2000، وقيمة صغرى 56.29 سجلت عام 2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 56.97، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.27³.
8. النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): تتكون السلسلة GEGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 11.37 وقيمة عظمى 12.75 سجلت عام 2004، وقيمة صغرى 10.28 سجلت عام 1990، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 11.31، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.76⁴.
9. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): تتكون السلسلة GGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 4.40 وقيمة عظمى 7.15 سجلت عام 2004، وقيمة صغرى 1.07 سجلت عام 1990، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 4.47، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1.65⁵.

¹ انظر الملحق رقم 3-5.² انظر الملحق رقم 3-6.³ انظر الملحق رقم 3-7.⁴ انظر الملحق رقم 3-8.⁵ انظر الملحق رقم 3-9.

ثانيا: دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

بعد القيام بدراسة الاستقرارية لمتغيرات النموذج اعتمادا على اختبار ديكلي فولر المطور (ADF) وباستعمال برنامج EVIEWS الإصدار رقم 7 توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

جدول رقم 3-1: نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري عند مستوى معنوية 5%

السلسلة	رتبة تكامل السلسلة	النموذج *	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	الاحتمال	القرار
FDIGDP1	1	1	3-	1.95-	0.0046	سلسلة مستقرة
IR	0	1	2.14-	1.95-	0.036	سلسلة مستقرة
ER	1	3	18.10-	3.64-	0	سلسلة مستقرة
IF	1	3	6.62-	3.64-	0.0001	سلسلة مستقرة
CPSGDP	0	2	3.86-	3.02-	0.009	سلسلة مستقرة
GDPPC	1	3	3.78-	3.71-	0.04	سلسلة مستقرة
RP	2	3	4.94-	3.65-	0.004	سلسلة مستقرة
GEGDP	1	3	3.7-	3.64-	0.04	سلسلة مستقرة
GGDP	1	3	8.03-	3.64-	0	سلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق من رقم 3-10 إلى رقم 3-18.

ثالثا: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر

اعتمدنا في تقدير النموذج على طريقة المربعات الصغرى، ونتائج التقدير ممثلة في الجدول

الموالي:

* المقصود بالنموذج 1 اختبار وجود جذر وحدوي في ظل وجود اتجاه عام وثابت، بينما نقصد بالنموذج 2 اختبار وجود جذر وحدوي في ظل وجود ثابت فقط، أما النموذج 3 فنقصد به اختبار وجود جذر وحدوي في ظل عدم وجود كل من الاتجاه العام والثابت.

الفصل الثالث: قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر

جدول رقم 3-2: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

المتغيرات	المعاملات	إحصائية t	الاحتمال
c	2.073431-	0.65-	0.52
IR	0.013065-	0.08-	0.93
ER	65.63004	2.82	*0.015
IF	0.142607-	2.15-	***0.052
CPSGDP	0.117270	3.49	*0.0045
GDPPC	0.063090-	2.90-	**0.013
RP	10.55939	1.25	0.23
GEGDP	0.900551-	1.31-	0.21
GGDP	0.654927	3.07	*0.0097

معامل التحديد: 0.73 معامل التحديد المعدل: 0.5629

إحصائية F: 4.22 احتمال إحصائية F: 0.012 إحصائية D-W: 1.53

علامة * و ** و *** تعبر عن معنوية المتغيرات عند مستوى معنوية 1% و 5% و 10% على الترتيب.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 3-19.

بناء على النتائج المحصل عليها والتي تظهر في الجدول رقم 3-2 يمكننا القيام بالتحليل التالي:

1. التقييم الإحصائي للنتائج:

أ. معنوية المتغيرات التفسيرية: عند مقارنة قيمة إحصائية t المحسوبة لكل معلمة مع قيمة إحصائية t الحرجة (الجدولية) والتي تساوي 2.179، أمكننا التعليق على المعنوية الإحصائية للمعالم كما يلي:

✓ سعر الفائدة الدائن (IR): معامل سعر الفائدة لا يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.93 وقيمة معامل -0.013065، وبالتالي فسعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.

✓ سعر الصرف (ER): إن معامل سعر الصرف يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.015 وقيمة معامل 65.63004. وهذا معناه أن سعر صرف الجنيه المصري يفسر لنا التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع الفرق الأول لسعر الصرف بوحدة واحدة فالنتيجة هي ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بـ 65.63004%، وبالتالي هناك علاقة طردية بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ **معدل التضخم (IF):** معامل معدل التضخم يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 10% باحتمال 0.052 وهذا الاحتمال قريب جدًا من 5% وبقيمة معامل -0.142607. وهذا معناه أن معدل التضخم يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لمعدل التضخم بـ 1% فالنتيجة هي انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بـ 0.142607%، وبالتالي هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ **الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP):** معامل الائتمان المحلي يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 1% باحتمال 0.0045 وبقيمة معامل 0.11727. وهذا معناه أن الائتمان المحلي يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع الائتمان المحلي بـ 1% فالنتيجة هي ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 0.11727%، وبالتالي وجود علاقة طردية بين الائتمان المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ **نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC):** معامل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.013 وبقيمة معامل -0.063090، وهذا معناه أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فالنتيجة هي انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بـ 0.063090%، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ **سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP):** معامل سكان المناطق الريفية لا يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.23 وبقيمة معامل -0.013065، وبالتالي فهذا المتغير لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.

✓ **النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP):**

معامل النفقات النهائية للاستهلاك الحكومي لا يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.21 وبقيمة معامل -0.900551، وبالتالي فهذا المتغير لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.

✓ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): معامل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 1% باحتمال 0.0097 وبقيمة معامل 0.654927. وهذا معناه أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لمعدل نمو الناتج بـ 1% فالنتيجة هي ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بـ 0.654927%، وبالتالي هناك علاقة طردية بين معدل التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر.

ب. المعنوية الكلية للنموذج:

إن قيمة معامل التحديد المعدل تساوي 0.5629 مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية للنموذج تشرح لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بنسبة 56.29%. وبمقارنة إحصائية فيشر المحسوبة (4.22) مع إحصائية فيشر الجدولية (3.88) عند مستوى معنوية 5% بدرجتي حرية ($v_1 = K = 8$) و ($v_2 = N - K - 1 = 21 - 8 - 1 = 12$) (حيث K عدد المتغيرات المستقلة و N عدد المشاهدات). نجد أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولية وهو ما يعني أن للنموذج معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.012.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

بالاعتماد على اختبار جاك-بيرا، وبمقارنة قيمة جاك-بيرا¹ (2.21) بالقيمة الحرجة لكاي-دو χ^2 (5.99) عند درجة حرية 2 ومستوى معنوية 5%. نجد أن قيمة جاك-بيرا أصغر من القيمة الحرجة لكاي-دو، وهذا معناه أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

ث. اختبار تجانس تباين الأخطاء:

بالاعتماد على اختبار WHITE، وبناءً على مقارنة إحصائية مضاعف لاجرانج² ($LM = N * R^2 = 12.50$) بالقيمة الحرجة لكاي-دو χ^2 (15.50) عند درجة حرية ($p = K = 8$) ودرجة معنوية 5%، وبما أن إحصائية LM أصغر من القيمة الحرجة لكاي-دو فهذا معناه أن تباين الأخطاء متجانس.

¹تم استخراج قيمة جاك-بيرا من الملحق رقم 3-20.
²تم استخراج قيمة LM من الملحق رقم 3-21.

ج. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء: بالاعتماد على اختبار دوربين-واتسون، وباستخراج القيم الجدولية لكل من $dl(0.55)$ و $du(2.46)$ نجد أن قيمة إحصائية دوربين-واتسون (1.53) محصورة بين القيمتين الحرجتين أي أن:

$$0.55 < D.W=1.53 < 2.46$$

، وفي هذه الحالة نكون أمام شك في وجود أو عدم ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

ح. اختبار التعدد الخطي:

بالاعتماد على اختبار Farrar-Glauber وبحساب قيمة كاي-دو (36.80) ومقارنتها بقيمة كاي-دو الحرجة (50.99) عند درجة حرية (v=36) ومستوى معنوية 5% وجدنا أن قيمة كاي-دو المحسوبة أصغر من قيمة كاي-دو الحرجة (الجدولية)، وبناءا على هذه النتيجة يمكن القول أنه لا يوجد تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة.

خ. اختبار أمثلية صياغة الشكل الدالي للنموذج:

بالاعتماد على اختبار Ramsey Reset وجدنا ان قيمة إحصائية فيشر تساوي 0.096 باحتمال 0.76^1 ، وهذا الاحتمال أكبر من مستوى المعنوية 5%. وهذه النتائج تدل على صحة الشكل الدالي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري.

2. التقييم الاقتصادي للنتائج:

أ. **سعر الفائدة الدائن (IR):** إن معلمة سعر الفائدة الدائن تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لسعر الفائدة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن سعر الفائدة لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن. وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (Chingarande Anna 2012).

ب. **سعر الصرف (ER):** معلمة سعر صرف الجنيه المصري تتعارض مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لارتفاع سعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن وجدنا أن هذا المتغير معنوي إحصائيا وبالتالي فهو يفسر لنا سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بوحدة واحدة أدى هذا إلى زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى

¹تم استخراج قيمة إحصائية فيشر والاحتمال المقابل لها من الملحق رقم 22-3.

مصر بـ 65.63004%. ويمكن تبرير العلاقة الطردية بكون أن هناك شركات أجنبية يكون هدفها الاستثمار في البلد المضيف لتلبية الطلب المحلي دون التصدير، وفي هذه الحالة فإنه من مصلحة هذه الشركات ارتفاع سعر صرف عملة البلد المضيف حتى تتضاعف أرباحها عند تحويلها من عملة البلد المضيف إلى عملة بلدانها.

ت. **معدل التضخم (IF):** معلمة معدل التضخم تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لمعدل التضخم على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن معدل التضخم معنوي إحصائياً في حدود نسبة معنوية 5% وهذا معناه قدرة هذا المتغير على تفسير التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لمعدل التضخم بنسبة 1% أدى هذا إلى انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 0.142607%. وبالتالي فإن لهذا المتغير معنوية اقتصادية.

ث. **الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP):** معلمة الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الإيجابي لهذا المتغير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. وهذا المتغير معنوي إحصائياً مما يعني قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر، حيث إذا ارتفع الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص بـ 1% فالنتيجة هي زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 0.11727%، وبالتالي فإن لهذا المتغير معنوية اقتصادية.

ج. **نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC):** وجدنا أن معلمة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تتعارض مع الطرح النظري من حيث التأثير الإيجابي على الاستثمار الأجنبي المباشر، كما وجدنا أن هذا المتغير معنوي إحصائياً وبالتالي قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فإن هذا يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بـ 0.06309%. ويمكن تبرير هذه النتيجة المعاكسة للطرح النظري بأن هناك شركات منتجة تقوم بالاستثمار في الدول النامية الأقل دخلاً، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يمكن اعتباره أيضاً كمؤشر لقياس تكلفة اليد العاملة، وهذا ما تم التوصل إليه في الدراسة التي قام بها (saskia k.s wilhelm 1998).

ح. سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): إن معلمة سكان المناطق الريفية تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الايجابي لسكان المناطق الريفية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن هذا المؤشر لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بحجم سكان المناطق الريفية، وبالتالي فهذا الأخير ليس له معنوية اقتصادية في هذه الحالة.

خ. النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): معلمة النفقات النهائية للاستهلاك الحكومي هي الأخرى لا تتوافق مع الطرح النظري من حيث التأثير الايجابي لها على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن هذا المؤشر لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لأنه ليس معنوي إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بحجم النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة، وبالتالي ليس فليس لهذا المؤشر معنوية اقتصادية.

د. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): معلمة معدل نمو الناتج المحلي تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الايجابي لهذا المتغير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. وهذا المؤشر معنوي إحصائيا مما يعني قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر، حيث إذا ارتفع التغير الاول لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فالنتيجة هي زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 0.654927%. وبالتالي فإن لهذا المتغير معنوية اقتصادية.

المطلب الثاني: تحليل وتقدير أثر سعر الفائدة على تدفق لاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري

سنحاول في هذا المطلب تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر، لكي نُقدر أثر سعر الفائدة الدائن على هذا النوع من تدفق رؤوس الأموال الدولية.

أولا: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

1. صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (FPIGDP): تتكون السلسلة FPIGDP من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط -0.493 وقيمة

- عظمى 6.52 سجلت عام 2010، وقيمة صغرى -7.99 سجلت عام 2009، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته -0.491، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 3.7¹.
2. **سعر الفائدة الدائن (IR):** تتكون السلسلة IR من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 12.47 وقيمة عظمى 13.79 سجلت عام 2002، وقيمة صغرى 11.01 سجلت عام 2010، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 12.5، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.94².
3. **سعر الصرف (ER):** تتكون السلسلة ER من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 0.177 وقيمة عظمى 0.222 سجلت عام 2002، وقيمة صغرى 0.161 سجلت عام 2004، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 0.174، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.01³.
4. **معدل التضخم (IF):** تتكون السلسلة IF من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 8.98 وقيمة عظمى 18.31 سجلت عام 2008، وقيمة صغرى 2.73 سجلت عام 2002، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 9.31، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 4.33⁴.
5. **مؤشر ستاندرد أند بورز (ISP):** تتكون السلسلة ISP من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 36.69 وقيمة عظمى 158.04 سجلت عام 2005، وقيمة صغرى -55.84 سجلت عام 2008، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 35.55، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 66.27⁵.
6. **الإيرادات الضريبية للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (TRGDP):** تتكون السلسلة TRGDP من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 14.44 وقيمة عظمى

¹ انظر الملحق رقم 3-23.² انظر الملحق رقم 3-24.³ انظر الملحق رقم 3-25.⁴ انظر الملحق رقم 3-26.⁵ انظر الملحق رقم 3-27.

الفصل الثالث: قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر

15.82 سجلت عام 2006، وقيمة صغرى 13.34 سجلت عام 2003، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 14.06، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.91¹.
7. القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (VSTGDP): تتكون السلسلة VSTGDP من 11 مشاهدة، تمتد من عام 2002 إلى عام 2012 بمتوسط 21.04 وقيمة عظمى 44.15 سجلت عام 2006، وقيمة صغرى 2.91 سجلت عام 2002، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 16.95، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 16.24².

ثانياً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

بعد القيام بدراسة الاستقرارية لمتغيرات النموذج اعتماداً على اختبار ديكلي فولر المطور (ADF) وباستعمال برنامج EVIEWS الإصدار رقم 7 توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

جدول رقم 3-3: نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري عند مستوى معنوية 5%

السلسلة	رتبة تكامل السلسلة	النموذج	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	الاحتمال	القرار
FPIGDP	0	3	-4.08	-4.008	0.045	سلسلة مستقرة
IR	0	3	-6.01	-4.1	0.0062	سلسلة مستقرة
ER	1	3	-6.11	-4.1	0.0056	سلسلة مستقرة
IF	1	3	-4.17	-4.1	0.046	سلسلة مستقرة
ISP	1	2	-4.25	-3.25	0.012	سلسلة مستقرة
TRGDP	1	1	-3.16	-1.98	0.0056	سلسلة مستقرة
VSTGDP	2	1	-3.11	-1.99	0.0067	سلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق من رقم 3-30 إلى رقم 3-36.

¹ انظر الملحق رقم 3-28.

² انظر الملحق رقم 3-29.

الفصل الثالث: قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية الواردة إلى مصر والجزائر

ثالثا: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

اعتمدنا في تقدير النموذج على طريقة المربعات الصغرى، ونتائج التقدير ممثلة في الجدول

الموالي:

جدول رقم 3-4: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

المتغيرات	المعاملات	إحصائية t	الاحتمال
c	98.398668-	1.61-	0.24
IR	8.005335	1.6	0.25
ER	423.8848-	1.18-	0.35
IF	0.717514-	1.25-	0.33
ISP	0.087165-	2.003-	0.18
TRGDP	7.055286-	1.88-	0.19
VSTGDP	0.004767-	0.03-	0.97
معامل التحديد: 0.76 معامل التحديد المعدل: 0.074			
إحصائية F: 1.1 احتمال إحصائية F: 0.54 إحصائية D-W: 2.83			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 3-37.

بناء على النتائج المحصل عليها والتي تظهر في الجدول رقم 3-4 يمكننا القيام بالتحليل التالي:

1. التقييم الإحصائي للنتائج:

أ. معنوية المتغيرات التفسيرية: عند مقارنة قيمة إحصائية t المحسوبة لكل معلمة مع قيمة إحصائية t الحرجة (الجدولية) والتي تساوي 4.303، نلاحظ انه لا توجد أية معلمة تختلف معنويا عن الصفر عند مستوى معنوية 5%. وبهذا يمكننا القول أن المتغيرات التفسيرية لنموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا تصلح من الناحية الإحصائية بأن تفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر.

ب. المعنوية الكلية للنموذج:

إن قيمة معامل التحديد المعدل تساوي 0.074 مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية للنموذج تشرح لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر بنسبة 7.4%. وبمقارنة إحصائية فيشر المحسوبة (1.1) مع إحصائية فيشر الجدولية (18.51) عند مستوى معنوية 5% بدرجتي حرية (v₁=K=6) و (v₂=N-K-1=9-6-1=2) (حيث K عدد المتغيرات المستقلة و N عدد المشاهدات).

نجد أن إحصائية فيشر المحسوبة أصغر من إحصائية فيشر الجدولية وهو ما يعني أن النموذج ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

2. التقييم الاقتصادي للنتائج:

أ. **سعر الفائدة الدائن (IR):** إن معلمة سعر الفائدة الدائن تتوافق مع الطرح النظري من حيث التأثير الايجابي لسعر الفائدة على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكن سعر الفائدة لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنوية هذا المتغير إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن.

ب. **سعر الصرف (ER):** إن معلمة سعر صرف الجنيه المصري لا تتوافق مع الطرح النظري من حيث التأثير الايجابي لسعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، كما أنه لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن سعر الصرف غير معنوي اقتصاديا وليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري.

ت. **معدل التضخم (IF):** معلمة معدل التضخم تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لمعدل التضخم على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكن هذا المتغير لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بتغيرات معدل تضخم الاقتصاد المصري.

ث. **مؤشر ستاندرد أند بورز (ISP):** إن معلمة مؤشر ستاندرد أند بورز لا تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث تأثيره الايجابي على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، كما أن مؤشر ستاندرد أند بورز لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن مؤشر ستاندرد أند بورز غير معنوي اقتصاديا وليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري.

ج. **الإيرادات الضريبية للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (TRGDP):** معلمة الإيرادات الضريبية للحكومة تتوافق مع الطرح النظري من حيث التأثير السلبي لها على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكنها لا تفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر نظرا لعدم معنوية

هذا المتغير إحصائياً. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن.

ح. القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (VSTGDP): معلمة القيمة السوقية للأسهم المتداولة لا تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث تأثيرها الإيجابي على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، كما أنها لا تفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر نظراً لعدم معنوية هذه المعلمة إحصائياً. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة غير معنوية اقتصادياً وليس لها أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر

بعد التعديلات التي قامت بها الجزائر فيما يخص التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وبفضل التحفيزات التي منحت للمستثمر الأجنبي تزايد تدفق هذا الأخير إلى الجزائر بسبب، ونظراً لأن تعديل التشريعات وتقديم التحفيزات ليست هي العامل الوحيد الذي له تأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر وفي ظل وجود خلفية اقتصادية تنص على وجود علاقة بين سعر الفائدة الدائن والاستثمار الأجنبي المباشر، سنحاول في هذا المبحث باستعمال القياس الاقتصادي معرفة مدى تطابق الواقع مع هذه الخلفية الاقتصادية في الاقتصاد الجزائري.

المطلب الأول: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

سنحاول في هذا المطلب توصيف الإحصائيات التي لدينا بخصوص المتغيرات التي تدخل في بناء نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري.

أ. صافي الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (FDIGDP2): تتكون السلسلة FDIGDP2 من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 0.91 وقيمة

عظمى 2.22 سجلت عام 2009، وقيمة صغرى 0.00054 سجلت عام 1990، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 0.93، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.7¹.
 ب. **سعر الفائدة الدائن (IR):** تتكون السلسلة IR من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 10.93 وقيمة عظمى 19 سجلت عام 1996، وقيمة صغرى 8 سجلت خلال الفترة 2004-2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 9.5، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 3.6².

ت. **سعر الصرف (ER):** تتكون السلسلة ER من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 0.023، وقيمة عظمى 0.11 سجلت عام 1990 وقيمة صغرى 0.012 سجلت عام 2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 0.014، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.022³.

ث. **معدل التضخم (IF):** تتكون السلسلة IF من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 10.27 وقيمة عظمى 31.7 سجلت عام 1992، وقيمة صغرى 0.3 سجلت عام 2000، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 4.9، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 10.39⁴.

ج. **الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP):** تتكون السلسلة CPSGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 13.38 وقيمة عظمى 56.14 سجلت عام 1990، وقيمة صغرى 3.9 سجلت عام 1997، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 11.38، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 12.64⁵.

ح. **نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC):** تتكون السلسلة GDPPC من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 2709.08 وقيمة عظمى 3212.1 سجلت

¹ انظر الملحق رقم 3-38.

² انظر الملحق رقم 3-39.

³ انظر الملحق رقم 3-40.

⁴ انظر الملحق رقم 3-41.

⁵ انظر الملحق رقم 3-42.

عام 2012، وقيمة صغرى 2265.89 سجلت عام 1994، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 2567.15، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 337.41¹.
 خ. سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): تتكون السلسلة RP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 37.55 وقيمة عظمى 47.91 سجلت عام 1990، وقيمة صغرى 26.29 سجلت عام 2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 38.03، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 6.95².

د. النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): تتكون السلسلة GEGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 15.64 وقيمة عظمى 20.76 سجلت عام 2011، وقيمة صغرى 11.23 سجلت عام 2006، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 16.01، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 2.46³.
 ذ. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): تتكون السلسلة GGDP من 23 مشاهدة، تمتد من عام 1990 إلى عام 2012 بمتوسط 2.77 وقيمة عظمى 7.2 سجلت عام 2003، وقيمة صغرى -2.1 سجلت عام 1993، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 3.2، وتشنت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 2.3⁴.

المطلب الثاني: تقدير أثر سعر الفائدة على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر

سنحاول في هذا المطلب تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر، لكي نُقدر أثر سعر الفائدة الدائن على هذا النوع من تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

أولاً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

بعد القيام بدراسة الاستقرارية لمتغيرات النموذج اعتماداً على اختبار ديكلي فولر المطور (ADF) وباستعمال برنامج EVIEWS الإصدار رقم 7 توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

¹ انظر الملحق رقم 3-43.

² انظر الملحق رقم 3-44.

³ انظر الملحق رقم 3-45.

⁴ انظر الملحق رقم 3-46.

قياس أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية الواردة
إلى مصر والجزائر

الفصل الثالث:

جدول رقم 3-5: نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري عند مستوى معنوية 5%

القرار	الاحتمال	قيمة t الجدولية	قيمة t المحسوبة	النموذج	رتبة تكاملي السلسلة	السلسلة
سلسلة مستقرة	0.0049	-3.65	-4.86	3	1	FDIGDP2
سلسلة مستقرة	0.025	3.02-	3.35-	2	1	IR
سلسلة مستقرة	0.00	3.65-	11.85-	3	0	ER
سلسلة مستقرة	0.018	1.95-	2.40-	1	0	IF
سلسلة مستقرة	0.0076	3.63-	4.57-	3	0	CPSGDP
سلسلة مستقرة	0.0001	3.65-	7.13-	3	2	GDPPC
سلسلة مستقرة	0.0043	3.65-	4.93-	3	2	RP
سلسلة مستقرة	0.017	3.01-	3.53-	2	1	GEGDP
سلسلة مستقرة	0.00	3.64-	7.43-	3	1	GGDP

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق من رقم 3-47 إلى رقم 3-55.

ثانيا: تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر

اعتمدنا في تقدير النموذج على طريقة المربعات الصغرى، ونتائج التقدير ممثلة في الجدول

الموالي:

جدول رقم 3-6: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

المتغيرات	المعاملات	إحصائية t	الاحتمال
c	0.434079	0.76	0.45
IR	0.027256	0.22	0.82
ER	12.98687	0.74	0.47
IF	0.022676-	0.89-	0.38
CPSGDP	0.041234-	1.04-	0.31
GDPPC	0.054399-	4.22-	*0.0012
RP	4.531909-	4.03-	*0.0016
GEGDP	0.135265	1.92	**0.077
GGDP	1.366452	4.15	*0.0013

معامل التحديد: 0.75 معامل التحديد المعدل: 0.592

إحصائية F: 4.62 احتمال إحصائية F: 0.0089 إحصائية D-W: 2.56

علامة * و ** تعبر عن معنوية المتغيرات عند مستوى معنوية 1% و 10% على الترتيب.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 3-56.

3. التقييم الإحصائي للنتائج:

أ. معنوية المتغيرات التفسيرية: عند مقارنة قيمة إحصائية t المحسوبة لكل معلمة مع قيمة إحصائية t الحرجة (الجدولية) والتي تساوي 2.179، أمكننا التعليق على المعنوية الإحصائية للمعالم كما يلي:

✓ سعر الفائدة الدائن (IR): معامل سعر الفائدة لا يختلف معنويا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.82 وقيمة معامل 0.027256، وبالتالي فسعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

✓ سعر الصرف (ER): إن معامل سعر الصرف لا يختلف معنويا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.47 وقيمة معامل 12.98687، وبالتالي فسعر الصرف لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

✓ معدل التضخم (IF): معامل معدل التضخم لا يختلف معنويا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.38 وقيمة معامل -0.022676، وبالتالي فمعدل التضخم لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

✓ الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP): معامل الائتمان المحلي لا يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.31 وقيمة معامل -0.041234، وبالتالي فالائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

✓ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC): معامل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.0012 وقيمة معامل -0.054399. وهذا معناه أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الثاني لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فالنتيجة هي انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 0.054399%، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): معامل سكان المناطق الريفية يختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.0016 وقيمة معامل -4.531909، وهذا معناه أن التغير في نسبة سكان المناطق الريفية تفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الثاني لنسبة سكان المناطق الريفية بـ 1% فالنتيجة هي انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 4.531909%، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين نسبة سكان المناطق الريفية وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): معامل النفقات النهائية للاستهلاك الحكومي تختلف معنويًا عن الصفر عند مستوى معنوية 10% باحتمال 0.077 وقيمة معامل 0.135265، وهذا معناه أن النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة تفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الأول للنفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة بـ 1% فالنتيجة هي ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 0.135265%، وبالتالي وجود علاقة طردية بين النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

✓ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): معامل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يختلف معنويا عن الصفر عند مستوى معنوية 1% باحتمال 0.0013 وبقيمة معامل 1.366452. وهذا معناه أن معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي يفسر لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث إذا ارتفع التغير الاول لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بـ 1% فالنتيجة هي ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 1.366452%، وبالتالي هناك علاقة طردية بين معدل التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر.

ب. المعنوية الكلية للنموذج:

إن قيمة معامل التحديد المعدل تساوي 0.592 مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية للنموذج تشرح لنا التغير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بنسبة 59.2%. وبمقارنة إحصائية فيشر المحسوبة (4.62) مع إحصائية فيشر الجدولية (3.88) عند مستوى معنوية 5% بدرجتي حرية $v_1=8$ و $v_2=12$ نجد أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولية وهو ما يعني أن للنموذج معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% باحتمال 0.0089.

ت. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

بالاعتماد على اختبار جاك-بيرا، وبمقارنة قيمة جاك-بيرا¹ (0.11) بالقيمة الحرجة لكاي-دو χ^2 (5.99) عند درجة حرية 2 ومستوى معنوية 5%. نجد أن قيمة جاك-بيرا أصغر من القيمة الحرجة لكاي-دو، وهذا معناه أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

ث. اختبار تجانس تباين الأخطاء:

بالاعتماد على اختبار WHITE، وبناء على مقارنة إحصائية مضاعف لاجرانج² (LM=5.20) بالقيمة الحرجة لكاي-دو χ^2 (15.50) عند درجة حرية (v=K=8) ودرجة معنوية 5%، وبما أن إحصائية LM أصغر من القيمة الحرجة لكاي-دو فهذا معناه أن تباين الأخطاء متجانس.

ج. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء: بالاعتماد على اختبار دوربين-واتسون، وباستخراج القيم الجدولية لكل من du (0.55) و du (2.46) نجد أن قيمة إحصائية دوربين-واتسون (2.56) أكبر من القيمة الحرجة du ، وهذا معناه عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

¹تم استخراج قيمة جاك-بيرا من الملحق رقم 3-58.

²تم استخراج قيمة LM من الملحق رقم 3-59.

ح. اختبار التعدد الخطي:

بالاعتماد على اختبار Farrar-Glauber وبحساب قيمة كاي-دو (21.40) ومقارنتها بقيمة كاي-دو الحرجة (50.99) عند درجة حرية (p=36) ومستوى معنوية 5% وجدنا أن قيمة كاي-دو المحسوبة أصغر من قيمة كاي-دو الحرجة (الجدولية)، وبناءا على هذه النتيجة يمكن القول أنه لا يوجد تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة.

خ. اختبار أمثلية صياغة الشكل الدالي للنموذج:

بالاعتماد على اختبار Ramsey Reset وجدنا ان قيمة إحصائية فيشر تساوي 0.35 باحتمال 0.56¹، وهذا الاحتمال أكبر من مستوى المعنوية 5%. وهذه النتائج تدل على صحة الشكل الدالي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري.

4. التقييم الاقتصادي للنتائج:

أ. **سعر الفائدة الدائن (IR):** إن معلمة سعر الفائدة الدائن لا تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لسعر الفائدة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم معنويته إحصائيا. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن سعر الفائدة الدائن ليس له معنوية اقتصادية وليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر. وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (Chingarande Anna 2012).

ب. **سعر الصرف (ER):** معلمة سعر صرف الدينار الجزائري تتعارض مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لارتفاع سعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن هذا المتغير ليس له معنوية إحصائية وبالتالي فهو لا يفسر لنا سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار ليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر. وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة (Chingarande Anna 2012).

ت. **معدل التضخم (IF):** معلمة معدل التضخم تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير السلبي لمعدل التضخم على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن هذا المتغير ليس له معنوية إحصائية،

¹تم استخراج قيمة إحصائية فيشر والاحتمال المقابل لها من الملحق رقم 3-59.

وهذا معناه عدم قدرة هذا المتغير على تفسير التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن معدل تضخم الاقتصاد الجزائري ليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.

ث. الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPSGDP):
معلمة الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص تتعارض مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الإيجابي لهذا المتغير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. وهذا المتغير ليس له معنوية إحصائية مما يعني عدم قدرته على تفسير التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر. وما يمكن قوله في هذه الحالة هو أن الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص ليس له أي تأثير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، وليس له معنوية اقتصادية.

ج. نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPC): وجدنا أن معلمة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تتعارض مع الطرح النظري من حيث التأثير الإيجابي على الاستثمار الأجنبي المباشر، كما وجدنا أن هذا المتغير معنوي إحصائياً وبالتالي قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، حيث إذا ارتفع التغير الثاني لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فإن هذا يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 0.054399%. ويمكن تبرير هذه النتيجة المعاكسة للطرح النظري بأن هناك شركات منتجة تقوم بالاستثمار في الدول النامية الأقل دخلاً، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يمكن اعتباره أيضاً كمؤشر لقياس تكلفة اليد العاملة.

ح. سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان (RP): إن معلمة سكان المناطق الريفية تتعارض مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الإيجابي لسكان المناطق الريفية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وهذا المؤشر يفسر لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نظراً لمعنويته الإحصائية، حيث إذا ارتفع التغير الثاني لنسبة سكان المناطق الريفية بـ 1% فإن هذا يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 4.531909%. ويمكن تبرير العلاقة العكسية بكون أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر يفضل التوطين في المناطق الحضرية ويتجنب المناطق الريفية.

خ. النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GEGDP): معلمة النفقات النهائية للاستهلاك الحكومي تتوافق مع الطرح النظري من حيث التأثير الايجابي لها على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما وجدنا أن هذا المتغير معنوي إحصائياً وبالتالي قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، حيث إذا ارتفع التغير الأول للنفقات النهائية للاستهلاك الحكومي بـ 1% فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر بـ 0.135265%، وبالتالي فإن لهذا المتغير معنوية اقتصادية. وهي نفس النتائج المتوصل إليها في دراسة (John C. Anyanwu 2011).

د. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GGDP): معلمة معدل نمو الناتج المحلي تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث التأثير الايجابي لهذا المتغير على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. وهذا المؤشر معنوي إحصائياً وبالتالي قدرته على تفسير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر، حيث إذا ارتفع التغير الأول لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فالنتيجة هي زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 1.366452%. وبالتالي فإن لهذا المتغير معنوية اقتصادية.

خلاصة الفصل الثالث:

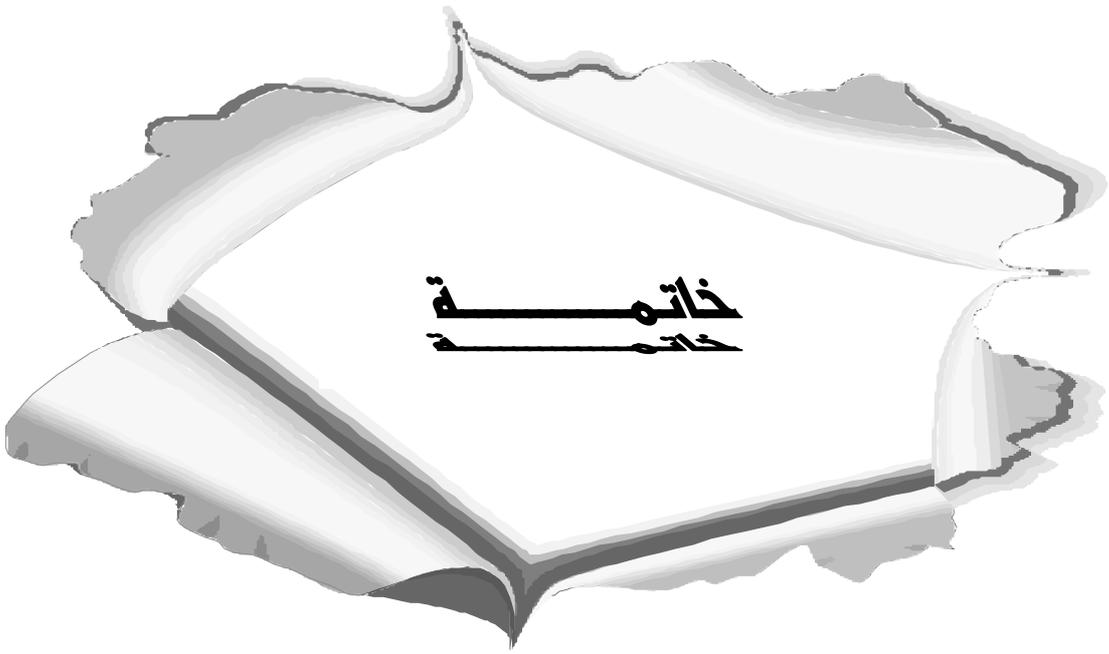
يعتبر الاقتصاد القياسي إحدى المناهج المكتملة لعلم الاقتصاد والذي على أساسه يمكن دراسة العديد من المشاكل الاقتصادية التي يصعب علينا دراستها بالاعتماد ما تقدمه لنا النظريات الاقتصادية، ولهذا السبب وجد هذا المنهج الذي يعتبر بمثابة الباب الذي فتح أمام الباحثين في المجال الاقتصادي ليوجههم إلى حقائق عجزت النظرية الاقتصادية إثباتها والوصول إليها.

وهذا المنهج المستعمل في البحوث يمكننا من الربط بين العديد من المتغيرات الاقتصادية ومعرفة العلاقة بينها ومدى أثر كل منها على الآخر، وهذا ما حاولنا دراسته في هذا الفصل، حيث أنه وفقا للنظرية الاقتصادية فإنه توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة الدائن في البلد المضيف مع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذا البلد، بينما توجد علاقة طردية بين سعر الفائدة الدائن مع تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وعند محاولتنا اختبار وقياس هذا الطرح النظري بعد إسقاطه على كل من الاقتصاد المصري والاقتصاد الجزائري بالاعتماد على القياس الاقتصادي توصلنا إلى الحقائق التالية:

✓ تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري يتوافق مع الطرح النظري من حيث العلاقة العكسية بين سعر الفائدة الدائن والتدفق الوارد للاستثمار الأجنبي المباشر، لكن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر.

✓ تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري يتوافق مع الطرح النظري من حيث العلاقة الطردية بين سعر الفائدة الدائن والتدفق الوارد للاستثمار الأجنبي غير المباشر، لكن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر.

✓ تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد الجزائري يتعارض مع الطرح النظري من حيث العلاقة العكسية بين سعر الفائدة الدائن والتدفق الوارد للاستثمار الأجنبي غير المباشر، كما أن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر.



خاتمة:

بعد معالجتنا موضوع أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الواردة إلى كل من الاقتصادي المصري والاقتصاد الجزائري، تبين لنا أن هذين البلدين يستقطبان مصدر مهم من مصادر التمويل الدولي هو الاستثمار الأجنبي، فبالنسبة لمصر فإن هذا البلد يستقطب الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر (الحقيقي) وغير المباشر (المحفظي)، وهذا البلد كان له نصيب من هذا النوع من التدفقات المالية الدولية نظرا لتمتعه بفرص استثمارية كثيرة في العديد من القطاعات، كالقطاع السياحي، القطاع الصناعي... الخ، بالإضافة إلى وجود سوق مالية قديمة ونشطة هذا البلد مفتوحة أمام المستثمرين الأجانب في الأصول المالية. أما الجزائر فهي تستقطب نوع واحد من الاستثمار الأجنبي والمتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر، وحظيت الجزائر بجزء من التدفق العالمي لهذا النوع من التدفقات المالية الدولية بسبب الفرص الاستثمارية الموجودة فيها والتي يرغب المستثمرين الأجانب في أن تكون لهم حصص استثمار في الجزائر، وخاصة في قطاع المحروقات. أما فيما يخص الاستثمار الأجنبي غير المباشر فإن الجزائر لم تشهد تدفق هذا النوع من رؤوس الأموال الدولية إلى سوقها المالية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تحكمها قوانين وتشريعات لا تسمح للأجانب بأن يستثمروا موالهم في الأصول المالية لهذه السوق، بمعنى أن هذه السوق غير مفتوحة أمام الأجانب للاستثمار فيها.

ولقد قاما هذين البلدين بإصلاحات اقتصادية شملت إجراء تعديلات على القوانين والتشريعات التي كانت تعيق تدفقات الاستثمار الأجنبي إليهما، وتم إعطاء أهمية للاستثمار الأجنبي في هذه الإصلاحات نظرا لأن الاستثمار الأجنبي يعتبر من أفضل التدفقات المالية الدولية التي تساعد في تنمية اقتصاديات الدول النامية. وقد أفلحت الإصلاحات التي قامت بها كل من مصر والجزائر والتي شملت تحسين المناخ لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وتجلت في تلك زيادة في حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذين البلدين ابتداء من منتصف تسعينات القرن الماضي.

وبغض النظر عن الإصلاحات التعديلات التي قامت بها كل من مصر والجزائر فيما يتعلق بتحسين مناخ الاستثمار الأجنبي، فهناك عامل آخر يؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي والمتمثل في سعر الفائدة الدائن، حيث يعتبر هذا الأخير كما رأينا في هذه الدراسة أنه أداة بيد السلطة النقدية تستطيع من خلالها التأثير على تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الخارج. ونظرا لوجود هذا العلاقة

النظرية بين تدفقات رؤوس الأموال وسعر الفائدة الدائن، وفي ظل الإصلاحات التي قامت بها كل من مصر والجزائر والتي شملت السوق النقدي والتي منها تحرير سعر الفائدة في هذا السوق، ارتأينا اختبار إن كانت هناك حقا علاقة بين سعر الفائدة الدائن وتدفقات الاستثمار الأجنبي إلى هذين البلدين، وبعد إجراء هذه الدراسة خرجنا بمجموعة من النقاط المهمة التي هي بمثابة زبدة دراستنا لهذا الموضوع، ويمكن إيجازه هذه النقاط فيما يلي:

أولا: نتائج الدراسة

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية أمكننا التوصل إلى النتائج التالية:

✓ أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدي وسعر الفائدة السائد في سوق رأس المال كلها لها دور مهم في التأثير على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فسعر الفائدة على الودائع في حال ارتفاعه فالنتيجة هي اتجاه الأجانب أصحاب الفائض المالي إلى إيداع أموالهم في بنوك الدول التي يرتفع فيها سعر الفائدة المدين، وكذلك هو الأمر مع سعر الفائدة السائد في سوق رأس المال، فارتفاعه يدفع الأجانب ذوي الفائض المالي إلى استثمار أموالهم في البلد الذي يرتفع فيه سعر الفائدة على الأصول المالية، بينما سعر الفائدة الدائن في السوق النقدي فله تأثير سلبي على التدفقات المالية الدولي في شكل استثمار أجنبي مباشر، فارتفاع هذا المتغير النقدي معناه ارتفاع تكلفة الاقتراض بالنسبة للمستثمر الأجنبي الأمر الذي يجعل المستثمرين يتجهون إلى البلدان التي تتخفف فيها أسعار الفائدة الدائنة حتى لا يتحملوا تكلفة كبيرة على الأموال التي يقترضونها من السوق النقدي.

✓ كل من الاقتصاد المصري والاقتصاد الجزائري له القدرة على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وهذا بفضل وجود فرص استثمارية في العديد من القطاعات لكلي البلدين، أما بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر فنجد أن مصر تستقطب هذا النوع من التدفقات المالية الدولية بفضل سوق الأوراق المالية النشطة الموجودة في هذا البلد، بينما الجزائر لا تستقطب هذا النوع من التدفقات المالية نظرا لأن سوق الأوراق المالية في هذا البلد لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيها.

✓ تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري لا تتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن السائد في السوق النقدي لهذا البلد، وهذا معناه أن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذا البلد.

✓ الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى الاقتصاد المصري لا يتأثر أيضا بتغيرات سعر الفائدة الدائن، مما يعني أن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى هذا البلد.

✓ بالنسبة للاقتصاد الجزائري تبين أيضا أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليه لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن، وهذا يشير إلى أن سعر الفائدة الدائن لا يفسر لنا تدفقات هذا النوع من الاستثمار إلى الجزائر.

ثانيا: اختبار الفرضيات

انطلاقا من خلفية الدراسة وإشكالياتها المستمدة من واقع علاقة سعر الفائدة بتدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه، ومن خلال اقتصارنا في الدراسة على دولتين هما مصر والجزائر، انطلقنا من مجموعة من الفرضيات التي حاولنا اتخاذ القرار بشأنها نفيا أو إثباتا، وبالاستناد إلى ما توصلنا إليه في هذه الدراسة، يمكننا اختبار الفرضيات كما يلي:

✓ **بالنسبة للفرضية الأولى:** " يوجد نوعين من التدفقات المالية الدولية التي لها علاقة بسعر الفائدة الدائن هما الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وهما يرتبطان بعلاقة مباشرة وغير مباشرة على التوالي بسعر الفائدة الدائن"، تم إثبات صحة هذه الفرضية، حيث تبين لنا في الجانب النظري من هذه الدراسة أن الاستثمار الأجنبي المباشر يرتبط بعلاقة مباشرة بسعر الفائدة الدائن وذلك نظرا لأن سعر الفائدة الدائن هو بمثابة التكلفة التي يدفعها المستثمر الأجنبي لقاء حصوله على أموال من السوق النقدي لتمويل استثماره، حيث إذا ارتفع سعر الفائدة الدائن فإن هذا سيحمل المستثمر الأجنبي تكاليف كثيرة الأمر الذي يجعل المستثمر الأجنبي يفضل الاستثمار في الدول التي بها سعر فائدة مدين منخفض. أما بالنسبة للعلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسعر الفائدة الدائن، فهناك علاقة غير مباشر بينهما بمعنى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يتأثر مباشرة بالتغير في سعر الفائدة الدائن، وهذا يعود لكون أن هذا الأخير إذا كان مرتفعا فإن المستثمرين سيلجئون إلى إصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) وطرحها في سوق الأوراق المالية من أجل الحصول على أموال لتمويل استثماراتهم، وفي حال ارتفاع العائد على هذه الأصول المالية فبطبيعة الحال سيقبل المستثمرون الأجانب على شراء هذه الأصول المالية، وهكذا يرتفع تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

✓ بالنسبة للفرضية الثانية: الجزء الأخير من هذه الفرضية تم إثبات صحته لأن الجزائر فيها سوق للأوراق المالية غير مسموح للأجانب بالاستثمار فيه، أما الأجزاء الثلاثة الأولى من هذه الفرضية فقد تم نفي صحتها، حيث بعد عملية تقدير نماذج الاستثمار لكل من مصر والجزائر، تبين لنا أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن، وأن الاستثمار الأجنبي غير المباشر الوارد إلى مصر هو الآخر لا يتأثر أيضا بتغيرات سعر الفائدة الدائن، وكانت نفس النتيجة مع الجزائر بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تبين أن هذا الأخير لا يتأثر بتغيرات سعر الفائدة الدائن.

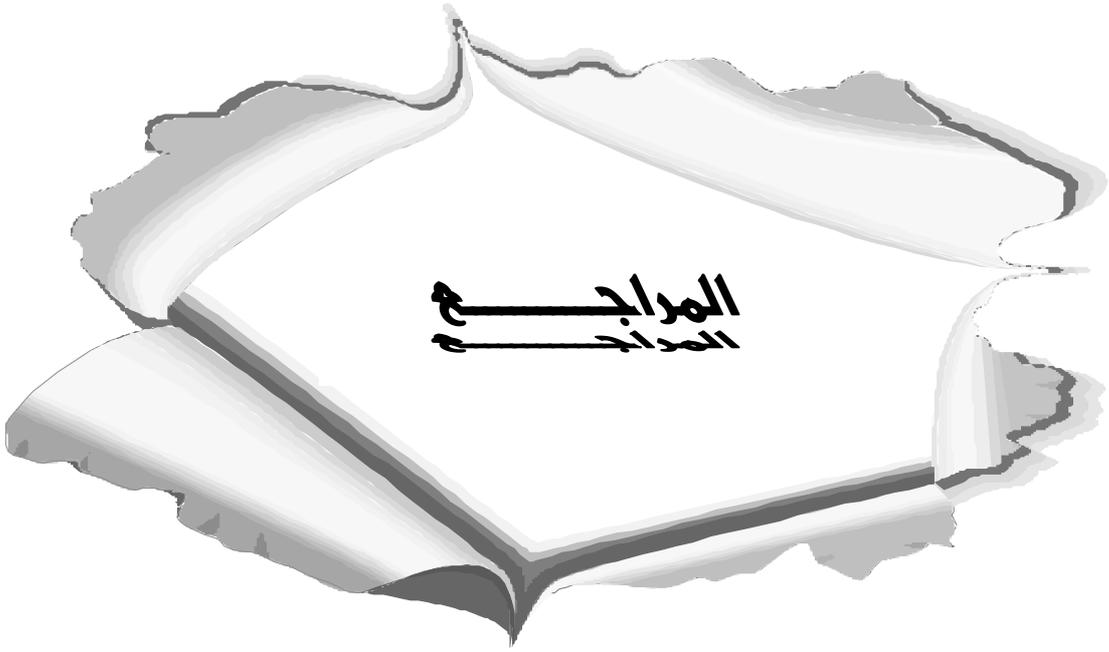
ثالثا: الاقتراحات

1. إعادة النظر في فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب للاستثمار في النشاطات الحقيقية التي باستطاعة المستثمرين المحليين الاستثمار فيها، وتوجيه المستثمرين الأجانب إلى القطاعات التي لا تملك الجزائر إمكانيات تمكنها من القيام بهذه الاستثمارات.
2. العمل على تفعيل دور سوق رأس المال في الجزائر من أجل استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي يعتبر كمصدر تمويلي مهم للاقتصاد وخاصة في توفير الأموال للمستثمرين في القطاعات الحقيقية.
3. حرص الجهات الرسمية في الجزائر على توفير الإحصائيات الدقيقة المتعلقة بمختلف متغيرات الاقتصاد الوطني، وهذا من أجل تسهيل الطريق أمام الباحثين للقيام بدراسات تكون مبنية على إحصائيات واقعية كي يمكن الاعتماد على نتائج هذه الدراسات واتخاذ القرارات بناء عليها.

رابعا: آفاق البحث

- في إطار الحديث عن أثر سعر الفائدة على التدفقات المالية الدولية بدا لنا مجموعة من الإشكاليات التي تصلح للبحث، والتي يمكن اتخاذها كأفاق لدراستنا هذه، لذا نقترح العناوين التالية:
1. أثر سعر الفائدة الدائن على الاستثمار المحلي المباشر في الجزائر.
 2. أثر المتغيرات النقدية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة مقارنة بين دولة متقدمة ودولة نامية.
 3. أثر سعر الفائدة على النمو الاقتصادي.

4. العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاساتها على تدفقات رؤوس الأموال الدولية - دراسة حالة الدول المتقدمة.-



قائمة المراجع

أولاً: الكتب باللغة العربية

1. أحمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
2. إسماعيل محمد هاشم، النقود والبنوك، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، 2013.
3. أموري هادي ومحمد مناجد الدليمي، مقدمة في تحليل الانحدار لطلبة الصف الثالث إحصاء، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة بغداد، الموصل، 1988.
4. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
5. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
6. جميل سالم الزيدانيين، أساسيات في الجهاز المالي، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999.
7. حازم الببلاوي، تاريخ الفكر الاقتصادي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 1997.
8. حسن مسعود، أضواء على النظرية الاقتصادية المعاصرة، دار المعارف، بيروت، 2001.
9. حسين عمر، الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000.
10. خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
11. زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة.
12. سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الموصل، 2002.
13. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
14. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل، عمان، 2009.
15. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية "نظرية وتطبيقات"، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
16. عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
17. عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الاستثمار الدولي الجزء الرابع والخامس، ط1، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1988.

18. عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان 2004.
19. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية - منظماتها - شركاتها - تداعياتها، الدار الإبراهيمية، الإسكندرية، 2006.
20. عدنان حسين يونس، التمويل الخارجي وسياسات الإصلاح الاقتصادي، دار المنهج للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011.
21. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
22. علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة، ط 1، عمان، 2007.
23. عليوش قريوع آمال، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
24. عميروش محند شلغوم، دور المناخ الاستثماري في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2012.
25. فليح حسن خلف، التمويل الدولي، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
26. لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2010.
27. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، الأردن، 2010.
28. محمد طاقة، العولمة الاقتصادية، مطبعة السرور، بغداد، الطبعة الأولى، 2001.
29. محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسة المالية-البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
30. محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
31. محمود عبد العزيز توني، الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في مصر خلال الفترة 1990-2003، معهد البحوث والدراسات الإفريقية، جامعة القاهرة، 2005.
32. مفلح محمد عقل، وجهات نظر مصرفية، ط1، الجزء الأول، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
33. منى محمود قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، 2000.

34. منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2009.
35. نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، ط1، دار البشير، جدة، 2008.
36. نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2007.
37. نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المنهج للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2007.
38. هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، سورية، 2007.
39. هناء عبد الغفار السامرائي، الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية الصين أنموذجاً، ط1، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
40. هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
41. وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية-قضايا نقدية ومالية-، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000.
42. وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد-الأسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي-، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

ثانياً: الكتب باللغات الأجنبية

1. Alok Goyal, Mridula Goyal, **Financial Market Operations**, new delhi, Vimla Kumari Jain, 2006.
2. Dominique Biedermann, **Comportement des taux d'intérêt réels**, 1ere édition, Genève-Paris, Librairie DROZ, 1990.
3. Frederick s. mishkin, **the economics of money banking and financial markets**, 7th edition , Columbia University, pearson,2004.
4. Irvin B. Tucker, **Macroeconomics for Today**, Seventh Edition, USA, South-Western cengage learning, 2011.
5. John S. Morton, **advanced placement economics-teacher resource manual**-,Third Edition, New York, National Council on Economic Education, 2003.
6. M. SORNARAJAH, **THE INTERNATIONAL LAW ON FOREIGN INVESTMENT**, THIRD EDITION, New York,Cambridge University Press, 2010.
7. Marc Montoussé, **Macroéconomie**, 2 em edition, Bréal, paris, 2006.
8. Nadia Tempini MacDonald , **Macroeconomics and Business: An Interactive Approach**, london, thomson learning, 2002.
9. Richard L. Stroup, Russell S. Sobel, David A. Macpherson, **Economics: Private and Public Choice**, Twelfth Edition, USA, south-western cengage learning, 2009.

10. Robert j.rossana, **macroeconomics**, first edition, New York, Taylor & Francis e-Library, 2011.
11. Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Brookings Institution Press, Washington, 1973.
12. S.GURUSAMY, **capital markets**, Second Edition, New Delhi, Tata McGraw-Hill Education Private Limite.
13. Taylor, **principles of macroeconomics**, fifth edition, boston, Houghton Mifflin Company, 2007.
14. TR Jain, VK Ohri, **Introductory Macroeconomics**, seventh edition, new delhi, Vimla Kumari Jain, 2009.
15. Walter Ingo, **international Economics**, second Edition, NewYourk ,The Ronald press company, 1975.

ثالثا: المجلات البحثية باللغة العربية

1. البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، العدد 2، المجلد 53، 2013.
2. أحمد الكمالي، الآفاق المستقبلية لتحقيق العدالة والتنمية والاستثمار وتوزيع منافع النمو والتغيرات السياسية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، العدد 15، الكويت، 2013، ص 276، بتصرف.
3. تقي العاني، الاستثمار الأجنبي ماله وما عليه، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد الأول، العدد 3، الجامعة المستنصرية، 2003.
4. ساحل محمد، تجربة الجزائر في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر - دراسة تقييمية، مجلة علوم انسانية، العدد 41، 2009.
5. سباستيان إدوردزوس، محسن خان، أسعار الفائدة في البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 24، عدد 2، واشنطن، 1985.
6. ستار جبار خليل، أهمية الاستثمار الأجنبي ودوره في عملية التنمية الاقتصادية، مجلة دراسات وبحوث الوطن العربي، عدد 15، الجامعة المستنصرية، 2004.
7. فلاح خلف علي الربيعي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة علوم إنسانية، العدد 23، العراق، 2005.
8. فواز جار الله نايف، سعدون حسين فرحان، أثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 93، المجلد 31، جامعة الموصل، 2009.
9. مفيد ذنون يونس، دينا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق، 2006.

10. هيل عجمي جميل، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى البلدان النامية وآثارها المتوقعة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 8، العدد 28، 2001.

رابعاً: المجلات البحثية باللغة الأجنبية

1. Chingarande Anna, **The impact of interest rates on foreign direct investment: A case A case study of the Zimbabwean economy**, International Journal of Management Sciences and Business Research, Vol. 1, No. 5, England, 2012.
2. Ekeocha, Patterson Chukwuemeka Ekeocha, Chidinma Stella Malaolu, Victor Oduh, Moses Onyema, **Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria**, Journal of Economics and Sustainable Development, working paper Vol.3, No.8, 2012.
3. Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru and Bener Gungor, **THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT AND MACROECONOMIC VARIABLES**, European Scientific Journal, vol.9, No.34, 2013.
4. Haizhen Yang, Yuan Xiong and Yujing Ze, **A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asian and Latin American Emerging Countries**, Elsevier B.V, 2013.
5. John C. Anyanwu, **Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa 1980-2007**, African Development Bank group, Working Papers No 136-September 2011.
6. Marcella Alsan, David E. Bloom AND David Canning, **THE EFFECT OF POPULATION HEALTH ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT**, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper NO.10596, Cambridge, June 2004.
7. REETIKA GARG and PAMI DUA, **Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis**, Centre for Development Economics, Working Paper No. 225, 2013.
8. Rojid Sawkut, Seetanah Boopen, Ramessur-Seenarain Taruna & Sannasee Vinesh, **Determinants of FDI: Lessons from African Economies**, Journal of Applied Business and Economics, Vol. 9, No. 1, Canada, 2009.
9. R.N.AGARWAL, **Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact**, Indian Economic Review, Vol. 32, No. 2, Delhi School of Economics, 1997.
10. Torsten PERSSON and Lars E.O. SVENSSON, **Exchange rate variability and asset trade**, Journal of Monetary Economic, vol.23, University of Stockholm, 1989.

خامساً: الملتقيات والمؤتمرات

1. بن عيشي عمار، بن ابراهيم الغالي، واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص مستويات البطالة في الجزائر خلال الفترة (1990-2010)، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة للقضاء على البطالة و تحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسلة، الجزائر، 15-16 نوفمبر 2011.

2. بوخورس عبد الحميد، بلعبيدي عايدة عبير، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على سوق العمل في الجزائر، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة للقضاء على البطالة و تحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسلة، الجزائر، 15-16 نوفمبر 2011.
3. دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.
4. راتول محمد، ناصف محمد، انعكاسات الأزمة الاقتصادية العالمية على التدفقات المالية الدولية إلى الجزائر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، الجزائر، 19-20 جوان 2013.
5. سعد الكواز، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأثارها على اقتصاد البلدان النامية، المؤتمر العالمي الثاني : حول أهمية الاستثمارات الخارجية في التنمية وانعكاساتها على الاقتصاد الأردني، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اربد الأهلية، عمان، 2001.
6. عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الاسواق المالية في ظل الازمة المالية العالمية الراهنة، ورقة بحثية قدمت في ملتقى دولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
7. فريد كورتل، عبد الكريم بن عراب، أشكال ومحددات الإستثمار الأجنبي المباشر مع الإشارة لواقعه بالدول العربية وبعض البلدان النامية، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي الخامس حول نحو مناخ استثماري وأعمال مصرفية إلكترونية، جامعة فيلادلفيا، الاردن، 4-5 جولية 2007.
8. مخلوفي عبد السلام، العرابي مصطفى، سعر الفائدة : تحقيق في أضراره الاقتصادية، الملتقى وطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية بجامعة سكيكدة، الجزائر، 09-10 ماي 2011.
9. هيل عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن حجمه ومحدداته، المؤتمر العالمي الثاني حول أهمية الاستثمارات الخارجية في التنمية وانعكاساتها على الاقتصاد الأردني، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة أربد الأهلية، عمان، 2001.

سادسا: الأطروحات والرسائل

1. بلعزوز بن علي، أثر تغيرات سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية -حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2004.

2. بن زيان راضية، دراسة قياسية واقتصادية للعلاقة بين سعر الصرف معدل الفائدة والتضخم في الجزائر، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010.
3. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 1990-2000، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003.
4. أسامة علي كاظم حسين السعيد، دراسة تحليلية لأثر الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاديات البلدان العربية (مصر والأردن) حالة دراسية للمدة من 1991-2005، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2007.
5. دينا أحمد عمر حميد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في أقطار عربية، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة الموصل، 2005.
6. علي حسن زاير محمد، الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل التحول لاقتصاد السوق حالة الجزائر للفترة 1994-2006، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2008.
7. عماد أحمد عبد الستار، أثر سعر الفائدة على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، في الاقتصاد، علوم اقتصادية، جامعة حلوان، مصر، العراق، 2011.

سابعاً: البحوث المنشورة في الانترنت

1. إبراهيم لطفي عوض، ظاهرة الركود التضخمي في الاقتصاد المصري، بحث منشور في موقع جامعة موناخ، 2002، www.mpra.ub.uni-muenchen.de.
2. محمود أبو العيون، تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية، ورقة بحثية رقم 78 منشورة في موقع المركز المصري للدراسات الاقتصادية، www.eces.org.eg.
3. منى محمد الحسيني عمار، الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل المناخ الاستثماري الجديد للاقتصاد المصري، بحث منشور في الموقع www.dc382.4shared.com/doc/biCX67P2/preview.html
4. أماني فوزي أحمد طه، الرؤية المستقبلية للاقتصاد المصري، بحث منشور في الموقع www.ahram.org.eg

ثامناً: التقارير باللغة العربية

1. البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012.
2. البورصة المصرية، التقرير السنوي، 2012.
3. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 1993، 2009.

4. تقرير الاقتصاد المصري في نصف عام 8 يناير 2013، وزارة التعاون الدولي،
www.moic.gov.eg.

5. ملخص المشاريع الاستثمارية المصرحة، www.andi.dz.

تاسعا: التقارير باللغات الأجنبية

1. IMF، **International Financial Statistics**, Jan 2007.
2. IMF، **International capital markets**, Nov 1997.
3. OECD، **International Direct Investment Statistics**, 2013.
4. UNCTAD، **Trade & Development Report 1999**,
5. UNCTAD، **Foreign Investment in developing coteries**, 1998.
6. WORL INVESTMENT REPORT, 1998, 2005, 2012, 2013.

عاشرا: الجرائد والقوانين

1. الجريدة الرسمية، العدد 47، الأمر رقم 03-01 الصادر في 20 أوت 2001، الجزائر، 2001.
2. الجريدة الرسمية، العدد 44، الأمر رقم 01-09 الصادر في 22 جويلية 2009، الجزائر، 2009.
3. الجريدة الرسمية، العدد 16، قانون رقم 10-90 الصادر في 14 افريل 1990، الجزائر، 1990.
4. الجريدة الرسمية، العدد 64، مرسوم تشريعي رقم 12-93 الصادر في 5 أكتوبر 1993، الجزائر، 1993.
5. قانون رقم 277/63 الصادر في 1963/07/26 يتضمن قانون الاستثمار ج ر رقم 53 ب- 1963/08/02.



الملاحق

الملحق رقم 1-1: توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر بالمليار جنيه طبقاً للقطاعات الاقتصادية
المختلفة

القطاعات	الصناعية	الزراعية	الإنشائية	السياحية	الخدمية	التمويلية	المناطق الحرة	الإجمالي	
1998/97	7.9	0.7	1.3	3.4	0.7	4	7	25	
النسبة %	31.6	2.8	5.2	13.6	2.8	16	28	100	
1999/98	7.3	0.6	2	4.3	0.8	4.6	6.6	26.2	
النسبة %	28	2.3	7.6	16.4	3	17.6	25.1	100	
2000/99	8.4	0.7	2.1	4.7	0.86	5.2	5.6	27.6	
النسبة %	30.4	2.6	7.7	17.2	3	18.8	20.3	100	
2001/00	10	0.8	2	5	1	5.6	5.9	30.3	
النسبة %	33	3	7	17	3	18	19	100	
2002/01	10.6	0.9	2.3	5	7.5	/	5.7	32	
النسبة %	33	3	7	16	23	/	18	100	
2003/02	12.3	0.9	2.4	5.7	1.2	7.3	10.3	40	
النسبة %	31	2.2	6	14.3	3	18	25.5	100	
2004/03	13.6	1.02	2.4	5.8	9.7	/	9.07	41.6	
النسبة %	32.8	2.4	5.8	14	23.2	/	21.8	100	

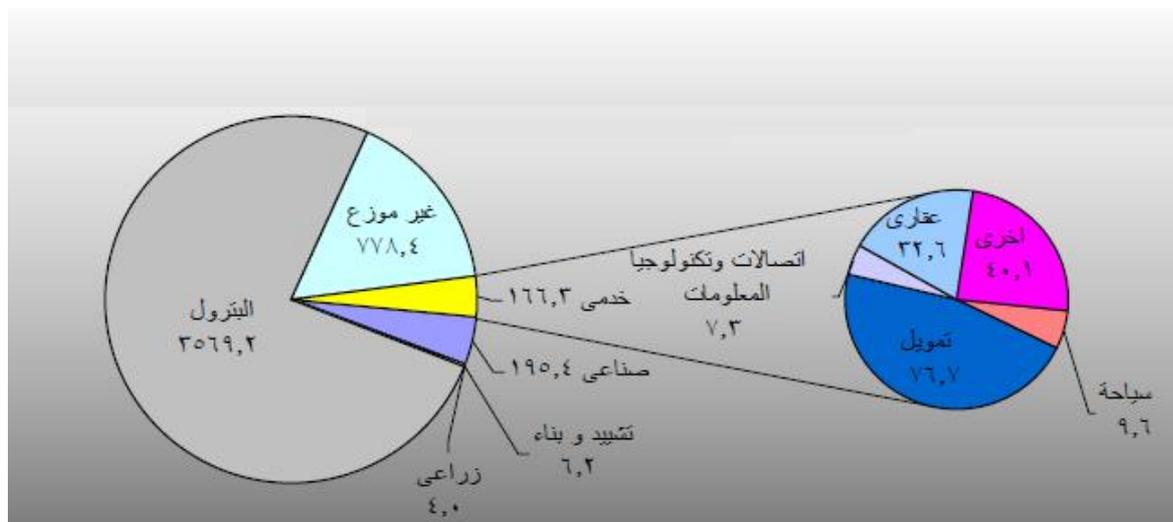
المصدر: البنك الأهلي المصري، الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، النشرة الاقتصادية، العدد 4،
المجلد 57، 2004، ص 96.

الملاحق رقم 2-2: تطور بعض متغيرات الاقتصاد المصري للفترة 1990-2012

السنوات	سكان المناطق الريفية كنسبة من إجمالي السكان	النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة (%) من إجمالي الناتج المحلي	الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي (%)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدولار	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	سعر الفائدة الدائن (النقدي)	سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	معدل التضخم	صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دولار)
1990	56,522	11,2858951	25,4360154	879,161542	5,70175329	19	0,645	16,75	1,70181529	734
1991	56,6548	11,1915742	22,3076033	872,371933	1,07883798	20,07	0,319	19,74	0,68432838	253
1992	56,7876	10,4241553	22,2704529	895,691086	4,43199611	20,32	0,301	13,63	1,0966305	459
1993	56,9204	10,3092784	23,7657861	907,110726	2,9007908	18,29	0,298	12,08	1,05842526	493
1994	57,0532	10,2857143	27,9036571	928,681825	3,97317218	16,51	0,295	8,15	2,42013256	1256
1995	57,186	10,5392157	32,7338235	956,916594	4,64245878	16,47	0,294	15,74	0,99402844	598
1996	57,1894	10,374891	36,5343941	989,207297	4,98873057	15,58	0,294	7,18	0,94041498	636
1997	57,1928	11,3200451	39,6936066	1027,47505	5,4911315	13,79	0,295	4,62	1,13537593	890
1998	57,1962	11,3082811	46,5550104	1052,42798	4,03636706	13,01	0,295	3,87	1,26843703	1076
1999	57,1996	11,6059818	52,0018205	1099,30088	6,10546042	12,96	0,294	3,07	1,17439283	1065
2000	57,203	11,2025875	51,9532784	1140,11772	5,36800599	13,21	0,288	2,68	1,23699724	1235
2001	57,157	11,3186507	54,9311402	1161,67137	3,53522567	13,29	0,251	2,26	0,52226725	509
2002	57,111	12,4571126	54,6553968	1170,07897	2,37048909	13,79	0,222	2,73	0,73636311	647
2003	57,065	12,6706587	53,8976288	1187,80231	3,1935177	13,53	0,17	4,5	0,28628734	237
2004	57,019	12,7549968	54,042914	1216,11143	4,09207161	13,37	0,161	11,27	1,58957074	1253
2005	56,973	12,7390901	51,1654342	1249,49326	4,47174447	13,14	0,173	4,86	5,99381898	5375
2006	56,9034	12,2875182	49,2909798	1312,8193	6,84383819	12,6	0,174	7,64	9,34352719	10042
2007	56,8338	11,3319012	45,5152216	1382,407	7,08782743	12,5	0,177	9,31	8,87361565	11578
2008	56,7642	10,8877722	42,7975138	1456,56568	7,15628357	12,32	0,184	18,31	5,83141262	9494
2009	56,6946	11,3509883	36,0927134	1499,33867	4,68612956	11,97	0,18	11,76	3,5514101	6711
2010	56,625	11,1636002	33,0722952	1550,24056	5,14661879	11,01	0,177	11,26	2,91729353	6385
2011	56,4614	11,4506601	31,1549233	1551,39777	1,76242459	11,03	0,168	10,05	-0,20453326	-483
2012	56,2978	11,3611416	29,1120917	1559,61527	2,21302891	12	0,165	7,11	1,06444456	2798

المصدر: إحصائيات البنك الدولي.

الملحق رقم 3-2: التوزيع القطاعي للاستثمار الاجنبي المباشر في مصر للفترة جويلية/ديسمبر 2012



المصدر: البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، العدد 2، المجلد 53، 2013، ص 85.

الملحق رقم 4-2: التوزيع الجغرافي للاستثمار الاجنبي المباشر في مصر

التغير +(-)	جويلية/ديسمبر 2012/2011	جويلية/ديسمبر 2013	التغير +(-)
(419.5)	301.4	(418.1)	صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر في مصر
728.2	4719.5	3991.3	إجمالي التدفقات للداخل
989	1209.7	220.7	الولايات المتحدة الأمريكية
(341)	2480.4	2821.4	الاتحاد الأوروبي
5	114.4	109.4	ألمانيا
(10.4)	143.8	154.2	فرنسا
(52.7)	1581.8	1234.5	المملكة المتحدة
(41.2)	52.2	93.4	إيطاليا
(46)	8.8	54.8	اليونان
(6.7)	27.3	34	اسبانيا
58.5	118.3	59.8	هولندا
(14.7)	360	374.7	بلجيكا
4	5	1	لوكسمبرج
1.4	1.8	0.4	الدانمرك
(284.7)	9.8	294.4	السويد
(0.4)	1.8	2.2	النمسا
5.8	6.5	0.7	قبرص
41.1	49	7.9	أخرى..
(202.1)	474.6	676.7	الدول العربية
(38.9)	90.5	129.4	السعودية
(141.5)	184.6	326.1	الإمارات
(2.2)	1.4	3.6	تونس
(5.1)	5.7	10.7	الجزائر
(5)	19.4	24.4	الكويت
(16.9)	13.1	30	لبنان

1.6	5.2	3.6	الأردن
(53.7)	64.4	118.1	البحرين
50.6	71.3	20.7	قطر
(1.2)	2.9	4.1	عمان
0.7	2.1	1.4	اليمن
0.5	0.6	0.1	السودان
9.3	10.7	1.5	سوريا
(0.3)	2.6	2.9	أخرى..
282.3	554.8	272.5	باقي دول العالم
2.1	84.4	82.3	سويسرا
14	34.8	20.8	اليابان
1.5	9.2	7.7	كندا
(1.9)	31.2	33.1	الصين
1.1	1.3	0.2	استراليا
31	51.3	20.3	الهند
14.8	21.7	6.9	تركيا
(0.8)	2	2.8	النرويج
220.5	318.9	98.4	دول أخرى..
(8.7)	(4418.1)	(4409.4)	إعادة تدفقات للخارج

المصدر: البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، العدد 2، المجلد 53، 2013، ص 86.

الملاحق رقم 5-2: تطور بعض متغيرات الاقتصاد المصري للفترة 2002-2012

السنوات	مؤشرات ستاندر أند بور العالمية لأسهم رأس المال (% التغير السنوي)	ايرادات ضريبية نسبة من الناتج المحلي	قيمة الاسهم المتداولة نسبة من الناتج	سعر الفائدة الدائن (النقدي)	سعر الجنيه المصري	معدل التضخم	صافي تدفق الاستثمار الاجنبي غير المباشر كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي	صافي تدفق الاستثمار الاجنبي غير المباشر (مليون دولار)*
2002	-5,78000021	13,40775919	2,911337719	13,79	4,49	2,73	1,24987795	998,9
2003	79,3099976	13,34994013	3,952887734	13,53	5,85	4,5	-0,49131793	-405,2
2004	126,400002	13,83597767	7,11304051	13,37	6,19	11,27	-0,2627935	-225,6
2005	158,047435	14,06863515	28,31255479	13,14	5,77	4,86	0,92668036	831,1
2006	10,2171683	15,82951274	44,15637183	12,6	5,73	7,64	2,88446474	2764
2007	52,2379955	15,34985231	40,68191907	12,5	5,63	9,31	-0,91282517	-936,7
2008	-55,8496815	15,32052485	42,77115606	12,32	5,43	18,31	-1,2732025	-1400
2009	35,5539015	15,66136058	27,94573024	11,97	5,54	11,76	-7,99223287	-9200
2010	11,5016378	14,13007625	16,95442068	11,01	5,62	11,26	6,526977	7900
2011	-49,1438348	14,0086354	9,318895283	11,03	5,93	10,05	-2,11091571	-2600
2012	41,178203	13,9575832	7,670649319	12	6,05	7,11	-3,97156149	-5000

المصدر: إحصائيات البنك الدولي.

*تقارير البنك المركزي المصري من 2002 إلى 2012.

الملحق رقم 6.2: هيكل الاستثمارات في الخطة الثلاثية 1967/1969 (الوحدة مليار دج)

القطاعات	الاستثمارات المخططة		الاستثمارات المنفذة ومعدل التنفيذ	
	المبلغ	النسبة %	المبلغ	معدل التنفيذ %
الصناعة	5.4	49	4.75	87
الفلاحة	1.869	17	1.606	85.9
القاعدة الهيكلية	1.124	10	0.855	76
السكن	0.413	3.7	0.249	60.2
التربية	0.912	8.2	0.704	77
التكوين	0.127	1.1	0.103	71.6
السياحة	0.285	2.5	0.177	60
الشؤون الاجتماعية	0.295	5.6	0.229	76
الإدارة	0.441	4	0.304	70
استثمارات مختلفة	0.212	1.9	0.147	70
المجموع	11.081	100	9.124	82

المصدر: زرنوخ ياسمين، إشكالية التنمية المستدامة في الجزائر، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 151.

الملحق رقم 7.2: هيكل الاستثمارات في الخطة الرباعية الأولى 1970/1973 (الوحدة مليار دج)

القطاعات	الاستثمارات المخططة	النسبة المئوية
الصناعة	12.4	45
الزراعة	4.14	15
المرافق الأساسية	2.307	8
التعليم والتكوين	3.307	12
النقل	0.8	3
التجهيزات الاجتماعية	3.126	12
السياحة	0.7	2
التجهيز الإداري	0.87	3
قطاعات أخرى	/	/
المجموع	27.74	100

المصدر: زرنوخ سمية، مرجع سابق، ص 155.

الملحق رقم 8-2: توزيع الاستثمارات في الخطة الرباعية الثانية 1974/1977 (الوحدة مليار دج)

القطاعات	مجموع النفقات	%	تكاليف البرنامج	%
الصناعة	48	44	65.35	51.7
الزراعة	12.005	11	9.224	7.3
الري	4.6	5	4.84	3.8
السياحة	1.5	2	1.2	0.9
الصيد البحري	0.155	1	0.054	/
المرافق الأساسية	15.521	14	16.718	13.2
التكوين والتعليم	9.947	9	8.988	7.1
الشؤون الاجتماعية	14.61	14	16.33	12.9
التجهيز الإداري	1.399	2	1.304	1.03
شؤون أخرى	2.52	3	2.463	1.9
المجموع	110.217	100	126.471	100

المصدر: جمال الدين لعويسات، العلاقات الاقتصادية الدولية و التنمية، دار هومة، الجزائر 2000 ، ص 40.

الملحق رقم 9-2: استثمارات المخطط الخامس الأول 1980/1984

القطاعات	تكاليف البرامج (مليار دج)	الترخيص المالي (مليار دج)
الفلحة	23.9	20
الغابات	4	3.2
الصيد البحري	1.5	0.9
الري	30	23
مجموع الفلحة والري	59.4	47.1
المحروقات	78	63
الصناعة الأساسية	65.5	32
الصناعية التحويلية الأخرى	56.54	43.46
المناجم والطاقة	22.17	17
مجموع الصناعة	213.21	155.46
مؤسسات البناء والأشغال العمومية	25	20
السياحة	4.6	3.4
النقل	15.8	13
المواصلات	8	6
التخزين والتوزيع	17.8	13
مجموع القطاع الشبه المنتج	46.2	35.4
شبكة النقل	28.2	17.5
المناطق الصناعية	2.1	1.4
السكن	92.5	60
التربية والتكوين	65.7	42.2
الاستثمارات الأخرى	28.19	21.54
مجموع قطاع الهياكل الصناعية	216.69	143.64

المصدر: مشروع المخطط الخماسي الأول 1980-1984، وزارة التخطيط والتهيئة العمرانية، الجزائر، 1984، ص 346.

الملحق رقم 10.2: استثمارات المخطط الخماسي الثاني 1985/1989

النسبة %	القيمة (مليار دج)	الإنشطة
5.45	30	الزراعة
7.45	41	الري
0.18	1	الصيد البحري
1.27	7	الغابات
12.72	79	المجموع الفردي
7.23	39.8	المحروقات
5.14	28.3	الكهرباء
2.01	11.1	البتر وكيمياء
0.54	3	المعادن
3.27	18	الحديد والصلب
4.83	16.6	الميكانيك والكهرباء
8.61	47.4	صناعات أخرى
31.67	174.2	مجموع الصناعات
3.45	19	وسائل الانجاز
2.72	15	وسائل النقل
2.88	15.85	التخزين والتوزيع
1.45	8	البريد والمواصلات
8.27	45.5	المرافق الاقتصادية
13.81	76	السكن
1.45	8	الصحة
3.71	20.45	مرافق اجتماعية اخرى
8	44	التجهيزات الجماعية
8.18	45	التربية والتكوين
100	550	المجموع العام

المصدر: تقرير عام عن المخطط الخماسي الثاني 1985-1989، مرجع سابق، ص 230.

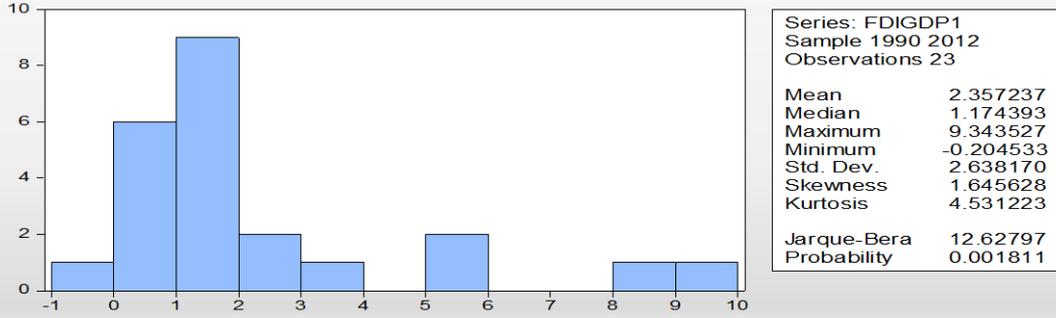
الملاحق رقم 11.2: تطور بعض متغيرات الاقتصاد الجزائري للفترة 1990-2012

صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دولار)	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	معدل التضخم	سعر صرف الدينار مقابل الدولار	سعر الفائدة (النقدية)	سعر الدين (النقدية)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	نسب الفرد من الناتج بالأسعار الثابتة للدولار	الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)	التدفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة (% من إجمالي الناتج المحلي)	سكان المناطق الريفية من إجمالي السكان	السنوات
0,334914	0,00053979	17,9	0,111	11,17	0,8000062	2544,47821	56,14321673	16,0669306	47,915	1990		
12	0,02545902	25,9	0,054	12,67	-1,2000061	2452,81457	46,28916649	14,7187691	47,1326	1991		
12	0,06249571	31,7	0,045	14	1,80000231	2438,79335	7,254817645	16,0179356	46,3502	1992		
15	0,02281635	20,5	0,042	14	-2,10000076	2334,80242	6,617753019	17,3241859	45,5678	1993		
18	0,02762827	29	0,028	16	-0,89999656	2265,89327	6,489104896	17,8746232	44,7854	1994		
25	0,03696782	29,8	0,02	18,42	3,79999481	2306,85021	5,199387035	16,7637898	44,003	1995		
270	0,57518405	18,7	0,018	19	4,09999848	2358,80624	5,364902709	15,7743188	43,045	1996		
260	0,53966695	5,7	0,017	15,71	1,09999993	2345,43943	3,907416857	16,5383786	42,087	1997		
501	1,25882537	5	0,017	11,5	5,10000361	2427,06831	4,563822481	17,7919085	41,129	1998		
507	0,59949902	2,6	0,015	10,75	3,20000153	2468,22738	5,388085837	16,787103	40,171	1999		
438	0,51122413	0,3	0,013	10	2,2000007	2487,28603	5,965660306	13,5831217	39,213	2000		
1196	2,02375693	4,2	0,012	9,5	4,61252374	2567,15087	8,064672605	14,7750743	38,0326	2001		
1065	1,8763118	1,4	0,012	8,58	5,6	2675,72521	12,29866935	15,4871216	36,8522	2002		
634	0,93378163	4,3	0,012	8,12	7,2	2830,96508	11,3874308	14,8033943	35,6718	2003		
882	1,03357753	4	0,013	8	4,3	2912,2903	11,11569015	13,772648	34,4914	2004		
1081	1,12016969	1,4	0,013	8	5,9	3038,74871	12,01138926	11,4504217	33,311	2005		
1795	1,57314587	2,3	0,013	8	1,7	3041,48076	12,35186488	11,2315773	32,244	2006		
1662	1,35874127	3,7	0,014	8	3,4	3092,03913	13,43868051	11,6434965	31,177	2007		
2593	1,564326	4,9	0,015	8	2	3098,40982	13,16554792	13,2067146	30,11	2008		
2746	2,22502737	5,7	0,013	8	1,7	3094,10126	16,61234545	16,1452861	29,043	2009		
2264	1,44596425	3,9	0,013	8	3,6	3146,71876	15,63307441	17,2267564	27,976	2010		
2571	1,36661096	4,5	0,013	8	2,6	3168,67501	14,00934075	20,765911	27,135	2011		
1484	0,77826102	8,9	0,012	8	3,3	3212,10524	14,54414805	20,0972285	26,294	2012		

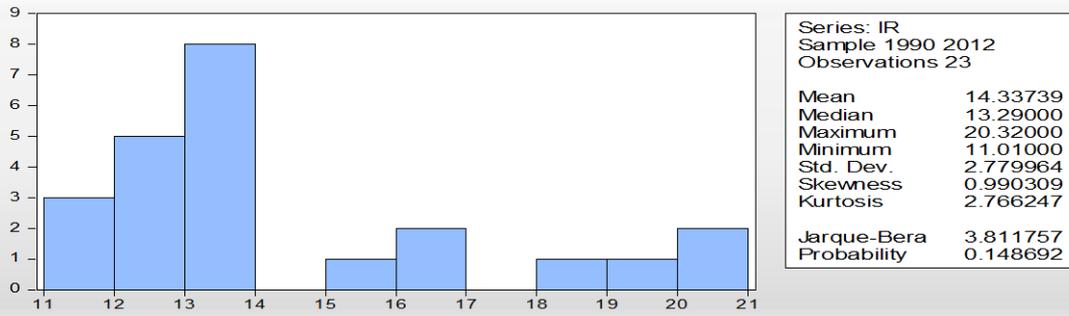
المصدر: إحصائيات البنك الدولي.

ملاحق الرسم البياني والوصف الإحصائي لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر لاقتصاد المصري

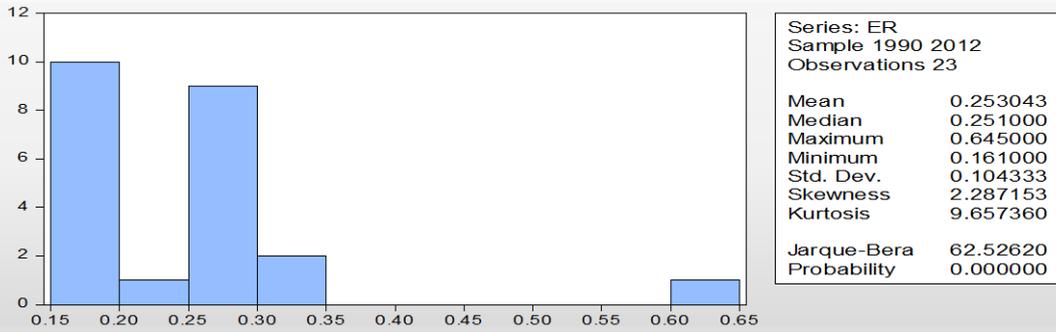
الملاحق رقم 1.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة FDIGDP1



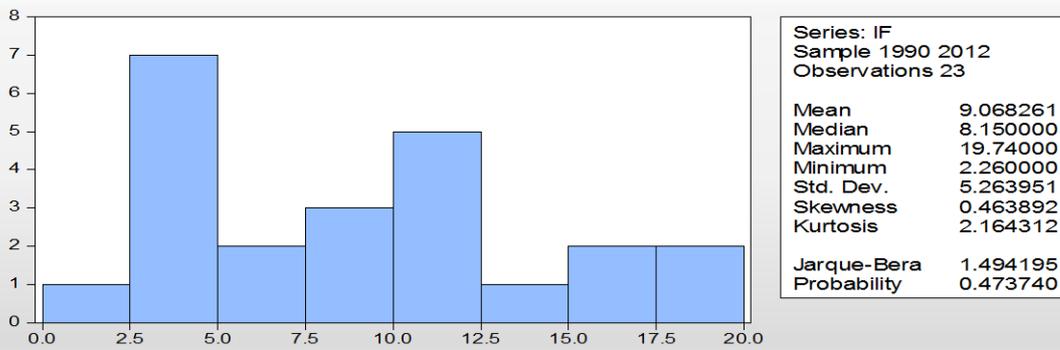
الملاحق رقم 2.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IR



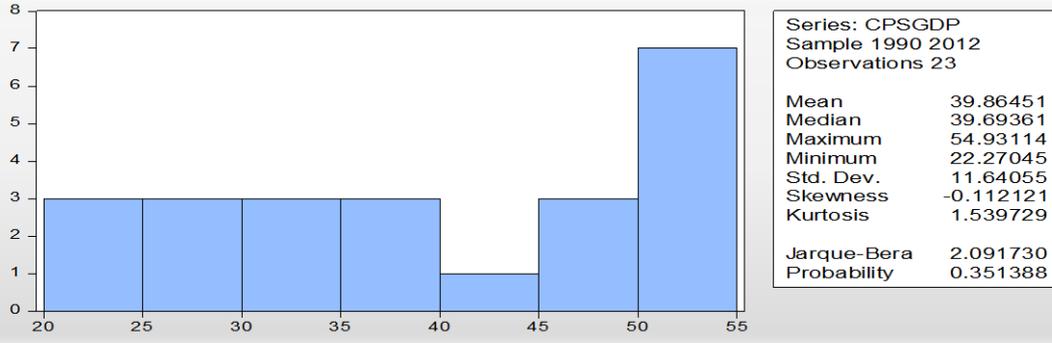
الملاحق رقم 3.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة ER



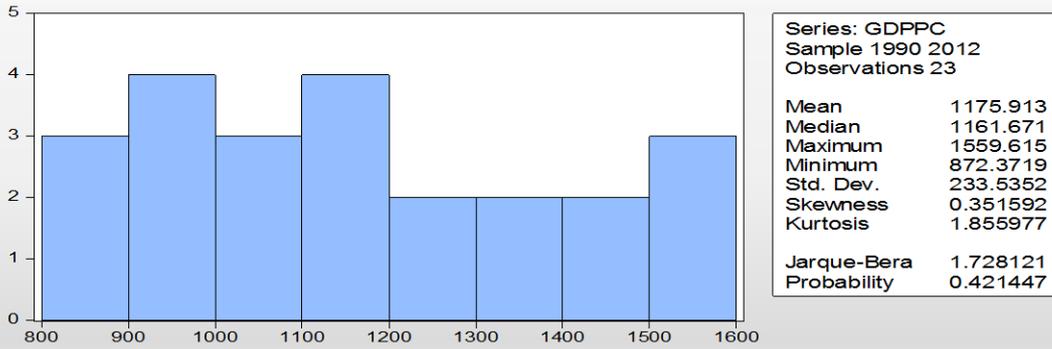
الملاحق رقم 4.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IF



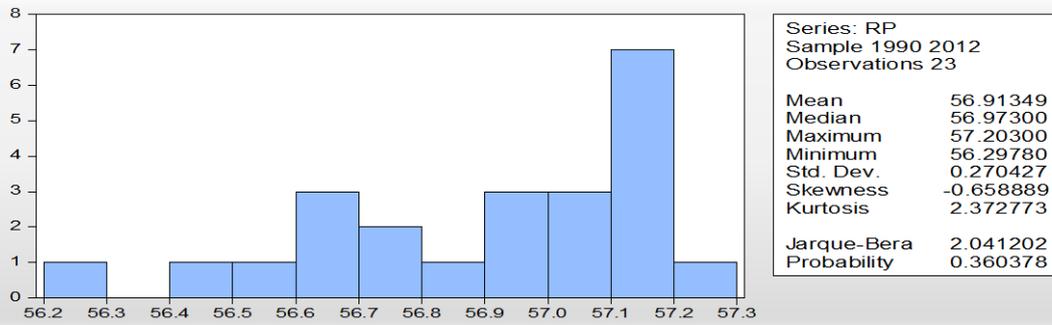
الملحق رقم 5.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة CPSGDP



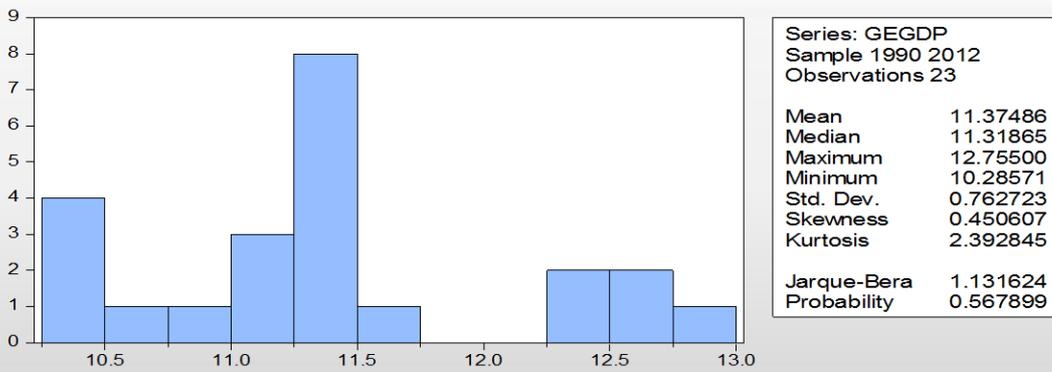
الملحق رقم 6.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GDPPC



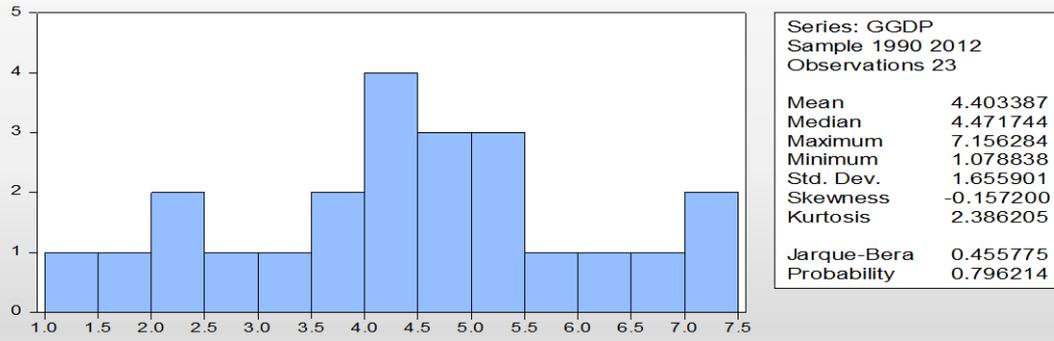
الملحق رقم 7.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة RP



الملحق رقم 8.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GEGDP



الملحق رقم 9-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GGDP



ملاحق اختبار استقرارية متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

الملحق رقم 10-3: استقرارية السلسلة FDIGDP1

Null Hypothesis: D(FDIGDP1) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.006850	0.0046
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(FDIGDP1,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:21
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDIGDP1(-1))	-0.627170	0.208580	-3.006850	0.0070

R-squared	0.309163	Mean dependent var	0.108879
Adjusted R-squared	0.309163	S.D. dependent var	1.992859
S.E. of regression	1.656396	Akaike info criterion	3.893614
Sum squared resid	54.87297	Schwarz criterion	3.943353
Log likelihood	-39.88294	Hannan-Quinn criter.	3.904408
Durbin-Watson stat	1.717664		

الملحق رقم 11-3: استقرارية السلسلة IR

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.143416	0.0336
Test critical values:		
1% level	-2.674290	
5% level	-1.957204	
10% level	-1.608175	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:23
Sample (adjusted): 1991 2012
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.024495	0.011428	-2.143416	0.0439

R-squared	0.045745	Mean dependent var	-0.318182
Adjusted R-squared	0.045745	S.D. dependent var	0.806596
S.E. of regression	0.787931	Akaike info criterion	2.405577
Sum squared resid	13.03754	Schwarz criterion	2.455169
Log likelihood	-25.46134	Hannan-Quinn criter.	2.417259
Durbin-Watson stat	1.159624		

الملحق رقم 12-3: استقرارية السلسلة ER

Null Hypothesis: D(ER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-18.10615	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ER,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:24
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.942095	0.052032	-18.10615	0.0000
C	-0.005373	0.008374	-0.641614	0.5292
@TREND(1990)	-5.38E-05	0.000596	-0.090153	0.9292
R-squared	0.955012	Mean dependent var		0.015381
Adjusted R-squared	0.950014	S.D. dependent var		0.068678
S.E. of regression	0.015355	Akaike info criterion		-5.383220
Sum squared resid	0.004244	Schwarz criterion		-5.234002
Log likelihood	59.52381	Hannan-Quinn criter.		-5.350836
F-statistic	191.0542	Durbin-Watson stat		1.016819
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 13-3: استقرارية السلسلة IF

Null Hypothesis: D(IF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.620795	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IF,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:25
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IF(-1))	-1.407685	0.212616	-6.620795	0.0000
C	-2.937993	2.134251	-1.376592	0.1855
@TREND(1990)	0.183874	0.158396	1.160850	0.2609
R-squared	0.708936	Mean dependent var		-0.282381
Adjusted R-squared	0.676596	S.D. dependent var		7.625902
S.E. of regression	4.336747	Akaike info criterion		5.903690
Sum squared resid	338.5328	Schwarz criterion		6.052907
Log likelihood	-58.98874	Hannan-Quinn criter.		5.936074
F-statistic	21.92105	Durbin-Watson stat		1.934301
Prob(F-statistic)	0.000015			

الملحق رقم 14.3: استقرار السلسلة CPSGDP

Null Hypothesis: CPSGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.862790	0.0094
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPSGDP)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:26
Sample (adjusted): 1994 2012
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPSGDP(-1)	-0.219020	0.056700	-3.862790	0.0017
D(CPSGDP(-1))	0.207270	0.203197	1.020045	0.3250
D(CPSGDP(-2))	0.314616	0.205537	1.530701	0.1481
D(CPSGDP(-3))	0.483358	0.219112	2.205984	0.0446
C	9.161696	2.444166	3.748393	0.0022

R-squared	0.804970	Mean dependent var	0.281385
Adjusted R-squared	0.749248	S.D. dependent var	3.689501
S.E. of regression	1.847524	Akaike info criterion	4.286504
Sum squared resid	47.78683	Schwarz criterion	4.535041
Log likelihood	-35.72179	Hannan-Quinn criter.	4.328566
F-statistic	14.44600	Durbin-Watson stat	2.229350
Prob(F-statistic)	0.000071		

الملحق رقم 15.3: استقرار السلسلة GDPPC

Null Hypothesis: D(GDPPC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.781515	0.0442
Test critical values:		
1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GDPPC,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:27
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDPPC(-1))	-1.968918	0.520669	-3.781515	0.0036
D(GDPPC(-1),2)	1.149689	0.389736	2.949916	0.0145
D(GDPPC(-2),2)	1.353851	0.342148	3.956921	0.0027
D(GDPPC(-3),2)	0.980655	0.415476	2.360319	0.0399
D(GDPPC(-4),2)	0.657938	0.321012	2.049572	0.0676
C	26.93291	11.54997	2.331859	0.0419
@TREND(1990)	2.713781	1.170851	2.317785	0.0429

R-squared	0.686569	Mean dependent var	-1.177487
Adjusted R-squared	0.498511	S.D. dependent var	19.40327
S.E. of regression	13.74060	Akaike info criterion	8.371489
Sum squared resid	1888.042	Schwarz criterion	8.714577
Log likelihood	-64.15765	Hannan-Quinn criter.	8.405592
F-statistic	3.650828	Durbin-Watson stat	2.499283
Prob(F-statistic)	0.034797		

الملحق رقم 16.3: استقرار السلسلة RP

Null Hypothesis: D(RP,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.944728	0.0041
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RP,3)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:28
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RP(-1),2)	-1.181859	0.239014	-4.944728	0.0001
C	-0.017248	0.019940	-0.865018	0.3991
@TREND(1990)	-2.13E-05	0.001441	-0.014806	0.9884

R-squared	0.590819	Mean dependent var	3.55E-15
Adjusted R-squared	0.542680	S.D. dependent var	0.054847
S.E. of regression	0.037090	Akaike info criterion	-3.613434
Sum squared resid	0.023387	Schwarz criterion	-3.464074
Log likelihood	39.13434	Hannan-Quinn criter.	-3.584277
F-statistic	12.27318	Durbin-Watson stat	2.067759
Prob(F-statistic)	0.000503		

الملحق رقم 17.3: استقرار السلسلة GEGDP

Null Hypothesis: D(GEGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.703192	0.0448
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GEGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:29
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GEGDP(-1))	-0.864065	0.233330	-3.703192	0.0016
C	0.041830	0.249054	0.167955	0.8685
@TREND(1990)	-0.002902	0.018528	-0.156616	0.8773

R-squared	0.432807	Mean dependent var	0.000229
Adjusted R-squared	0.369786	S.D. dependent var	0.647642
S.E. of regression	0.514137	Akaike info criterion	1.638910
Sum squared resid	4.758065	Schwarz criterion	1.788128
Log likelihood	-14.20856	Hannan-Quinn criter.	1.671294
F-statistic	6.867621	Durbin-Watson stat	1.915681
Prob(F-statistic)	0.006075		

الملحق رقم 18.3: استقرار السلسلة GGDP

Null Hypothesis: D(GGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.031571	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/02/14 Time: 02:30
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GGDP(-1))	-1.369363	0.170497	-8.031571	0.0000
C	1.007520	0.703620	1.431911	0.1693
@TREND(1990)	-0.085233	0.052473	-1.624315	0.1217

R-squared	0.784723	Mean dependent var	0.241596
Adjusted R-squared	0.760804	S.D. dependent var	2.969560
S.E. of regression	1.452343	Akaike info criterion	3.715797
Sum squared resid	37.96741	Schwarz criterion	3.865014
Log likelihood	-36.01587	Hannan-Quinn criter.	3.748181
F-statistic	32.80668	Durbin-Watson stat	1.559223
Prob(F-statistic)	0.000001		

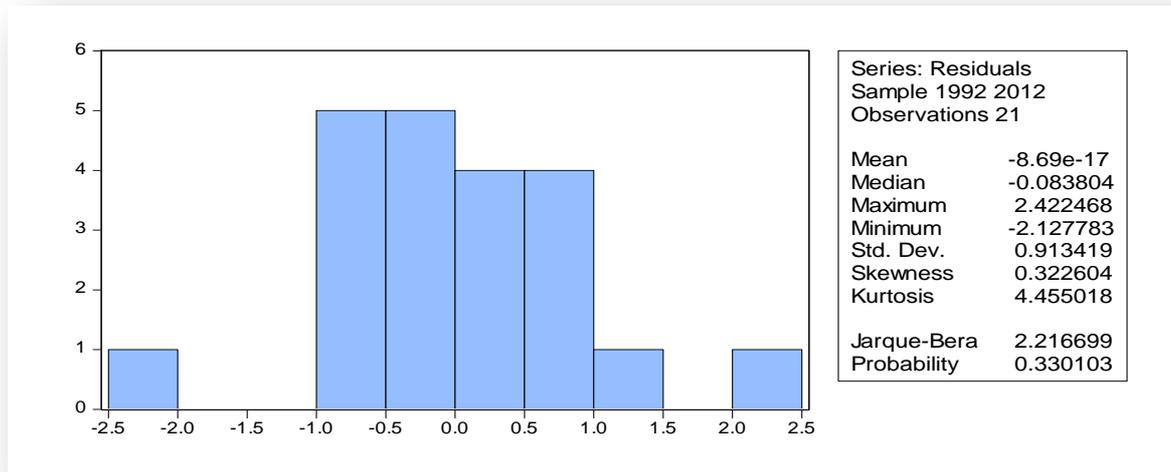
الملحق رقم 19.3: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

Dependent Variable: D(FDIGDP1)
Method: Least Squares
Date: 04/01/14 Time: 23:46
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPSGDP	0.117270	0.033597	3.490528	0.0045
D(ER)	65.63004	23.26452	2.821036	0.0154
D(GDPPC)	-0.063090	0.021721	-2.904537	0.0132
D(GEGDP)	-0.900551	0.684087	-1.316428	0.2126
D(GGDP)	0.654927	0.213325	3.070095	0.0097
D(IF)	-0.142607	0.066121	-2.156769	0.0520
IR	-0.013065	0.158914	-0.082211	0.9358
D(D(RP))	10.55939	8.427450	1.252975	0.2341
C	-2.073431	3.145534	-0.659167	0.5222

R-squared	0.737763	Mean dependent var	0.018101
Adjusted R-squared	0.562939	S.D. dependent var	1.783706
S.E. of regression	1.179219	Akaike info criterion	3.465109
Sum squared resid	16.68669	Schwarz criterion	3.912761
Log likelihood	-27.38364	Hannan-Quinn criter.	3.562261
F-statistic	4.220020	Durbin-Watson stat	1.536392
Prob(F-statistic)	0.012795		

الملحق رقم 20-3: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمواقي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري



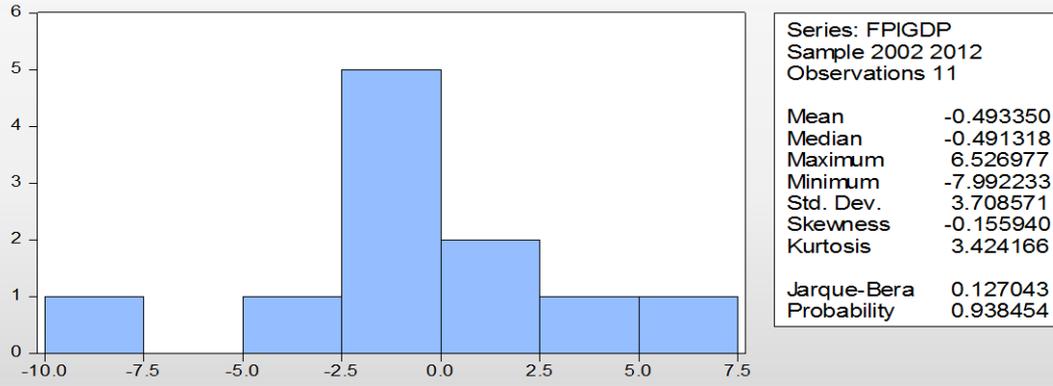
الملحق رقم 21-3: نتائج اختبار تجانس تباين الأخطاء لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	2.208392	Prob. F(8,12)	0.1044	
Obs*R-squared	12.50575	Prob. Chi-Square(8)	0.1300	
Scaled explained SS	7.054302	Prob. Chi-Square(8)	0.5308	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/02/14 Time: 12:46				
Sample: 1992 2012				
Included observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.975267	1.564411	-1.901845	0.0815
CPSGDP^2	0.000946	0.000432	2.186965	0.0493
(D(ER))^2	-735.9437	529.3330	-1.390323	0.1897
(D(GDPPC))^2	0.000557	0.000227	2.453941	0.0304
(D(GEGDP))^2	-1.555466	0.823521	-1.888798	0.0833
(D(GGDP))^2	0.172952	0.087854	1.968621	0.0725
(D(IF))^2	-0.025322	0.013359	-1.895459	0.0824
IR^2	0.009369	0.005190	1.805420	0.0961
(D(D(RP)))^2	22.44025	78.95311	0.284222	0.7811
R-squared	0.595512	Mean dependent var	0.794604	
Adjusted R-squared	0.325853	S.D. dependent var	1.513459	
S.E. of regression	1.242647	Akaike info criterion	3.569892	
Sum squared resid	18.53006	Schwarz criterion	4.017544	
Log likelihood	-28.48386	Hannan-Quinn criter.	3.667044	
F-statistic	2.208392	Durbin-Watson stat	2.669731	
Prob(F-statistic)	0.104440			

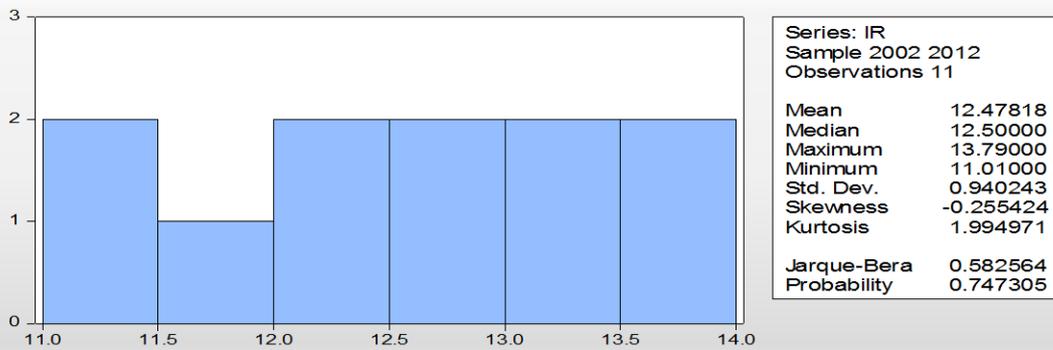
الملحق رقم 22-3: نتائج اختبار أمثلة صياغة الشكل الدالي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد المصري

Ramsey RESET Test			
Equation: EQ01			
Specification: D(FDIGDP1) CPSGDP D(ER) D(GDPPC) D(GEGDP)			
D(GGDP) D(IF) IR D(D(RP)) C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	0.311413	11	0.7613
F-statistic	0.096978	(1, 11)	0.7613
Likelihood ratio	0.184328	1	0.6677

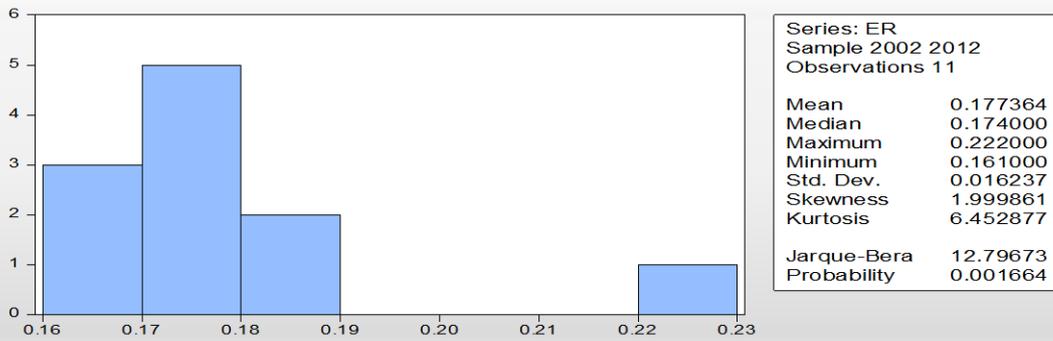
الملاحق رقم 23.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة FPIGDP



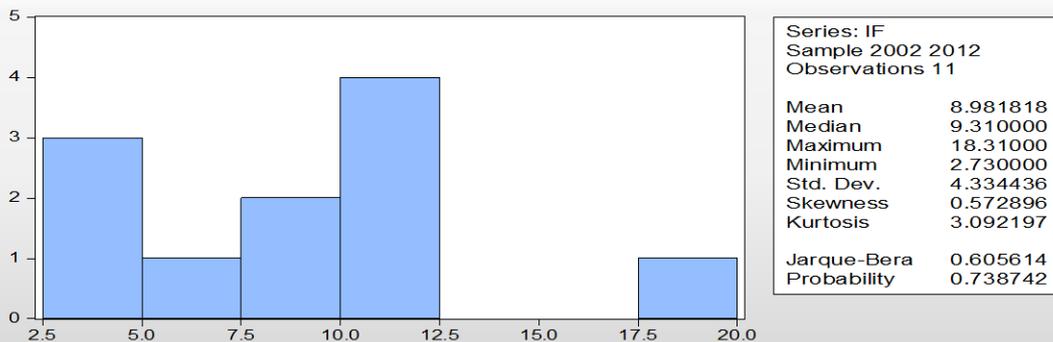
الملاحق رقم 24.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IR



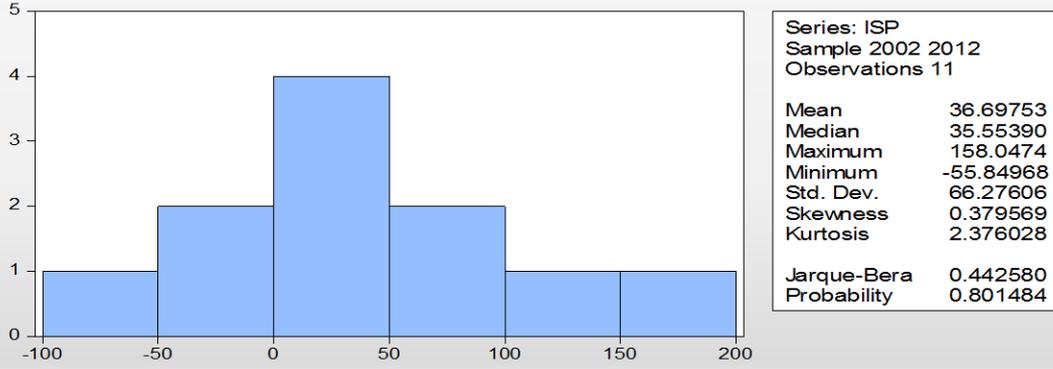
الملاحق رقم 25.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة ER



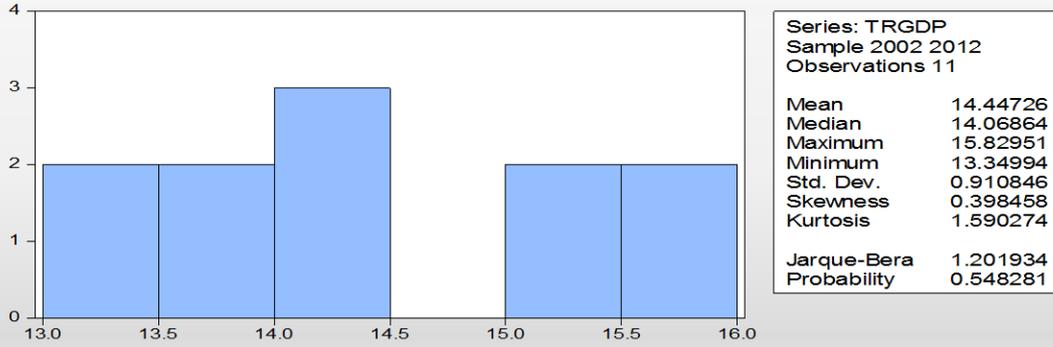
الملاحق رقم 26.3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IF



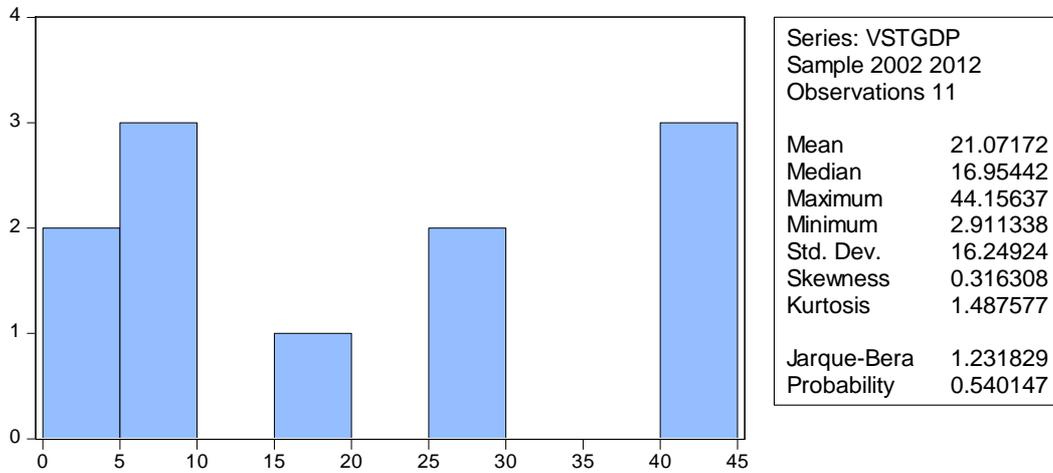
الملحق رقم 3-27: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة ISP



الملحق رقم 3-28: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة TRGDP



الملحق رقم 3-29: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة VSTGDP



ملاحق اختبار استقرارية متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

الملحق رقم 30-3: استقرارية السلسلة FPIGDP

Null Hypothesis: FPIGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.087456	0.0455
Test critical values:		
1% level	-5.295384	
5% level	-4.008157	
10% level	-3.460791	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 10

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(FPIGDP)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:42
Sample (adjusted): 2003 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FPIGDP(-1)	-1.431242	0.350155	-4.087456	0.0046
C	1.344759	2.653460	0.506794	0.6279
@TREND(2002)	-0.377307	0.429676	-0.878120	0.4090

R-squared	0.705652	Mean dependent var	-0.522144
Adjusted R-squared	0.621553	S.D. dependent var	6.273248
S.E. of regression	3.859179	Akaike info criterion	5.782111
Sum squared resid	104.2528	Schwarz criterion	5.872886
Log likelihood	-25.91055	Hannan-Quinn criter.	5.682530
F-statistic	8.390704	Durbin-Watson stat	2.277914
Prob(F-statistic)	0.013836		

الملحق رقم 31-3: استقرارية السلسلة IR

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.017792	0.0062
Test critical values:		
1% level	-5.521860	
5% level	-4.107833	
10% level	-3.515047	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:44
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-2.783475	0.462541	-6.017792	0.0018
D(IR(-1))	1.767885	0.335811	5.264522	0.0033
C	39.70740	6.684651	5.940086	0.0019
@TREND(2002)	-0.810062	0.150007	-5.400170	0.0029

R-squared	0.902257	Mean dependent var	-0.170000
Adjusted R-squared	0.843611	S.D. dependent var	0.516938
S.E. of regression	0.204429	Akaike info criterion	-0.036092
Sum squared resid	0.208956	Schwarz criterion	0.051564
Log likelihood	4.162413	Hannan-Quinn criter.	-0.225252
F-statistic	15.38480	Durbin-Watson stat	2.661020
Prob(F-statistic)	0.005868		

الملحق رقم 3-32: استقرارية السلسلة ER

Null Hypothesis: D(ER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.114681	0.0056
Test critical values:		
1% level	-5.521860	
5% level	-4.107833	
10% level	-3.515047	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ER,2)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:46
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.762419	0.124687	-6.114681	0.0009
C	0.010166	0.005785	1.757287	0.1294
@TREND(2002)	-0.001549	0.000847	-1.828842	0.1172

R-squared	0.908163	Mean dependent var	0.005444
Adjusted R-squared	0.877550	S.D. dependent var	0.017169
S.E. of regression	0.006008	Akaike info criterion	-7.130266
Sum squared resid	0.000217	Schwarz criterion	-7.064525
Log likelihood	35.08620	Hannan-Quinn criter.	-7.272136
F-statistic	29.66651	Durbin-Watson stat	3.055374
Prob(F-statistic)	0.000775		

الملحق رقم 3-33: استقرارية السلسلة IF

Null Hypothesis: D(IF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.172357	0.0468
Test critical values:		
1% level	-5.521860	
5% level	-4.107833	
10% level	-3.515047	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IF,2)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:48
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IF(-1))	-1.486129	0.356184	-4.172357	0.0059
C	5.838336	4.510522	1.294382	0.2431
@TREND(2002)	-0.858825	0.682404	-1.258529	0.2550

R-squared	0.744407	Mean dependent var	-0.523333
Adjusted R-squared	0.659210	S.D. dependent var	8.786115
S.E. of regression	5.129090	Akaike info criterion	6.368935
Sum squared resid	157.8454	Schwarz criterion	6.434677
Log likelihood	-25.66021	Hannan-Quinn criter.	6.227065
F-statistic	8.737433	Durbin-Watson stat	2.044099
Prob(F-statistic)	0.016697		

الملحق رقم 3-34: استقرارية السلسلة ISP

Null Hypothesis: D(ISP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.255703	0.0125
Test critical values:		
1% level	-4.420595	
5% level	-3.259808	
10% level	-2.771129	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ISP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:50
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ISP(-1))	-1.450725	0.340890	-4.255703	0.0038
C	-6.408551	27.45351	-0.233433	0.8221

R-squared	0.721238	Mean dependent var	0.581338
Adjusted R-squared	0.681415	S.D. dependent var	145.6557
S.E. of regression	82.21301	Akaike info criterion	11.84963
Sum squared resid	47312.85	Schwarz criterion	11.89346
Log likelihood	-51.32335	Hannan-Quinn criter.	11.75505
F-statistic	18.11100	Durbin-Watson stat	2.025408
Prob(F-statistic)	0.003767		

الملحق رقم 3-35: استقرارية السلسلة TRGDP

Null Hypothesis: D(TRGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.161291	0.0056
Test critical values:		
1% level	-2.847250	
5% level	-1.988198	
10% level	-1.600140	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:52
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRGDP(-1))	-1.110743	0.351357	-3.161291	0.0134

R-squared	0.555401	Mean dependent var	0.000752
Adjusted R-squared	0.555401	S.D. dependent var	1.301572
S.E. of regression	0.867865	Akaike info criterion	2.658878
Sum squared resid	6.025518	Schwarz criterion	2.680792
Log likelihood	-10.96495	Hannan-Quinn criter.	2.611588
Durbin-Watson stat	1.932743		

الملحق رقم 36-3: استقرار السلسلة VSTGDP

Null Hypothesis: D(VSTGDP,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.111974	0.0067
Test critical values:		
1% level	-2.886101	
5% level	-1.995865	
10% level	-1.599088	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 8

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VSTGDP,3)
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 14:55
Sample (adjusted): 2005 2012
Included observations: 8 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VSTGDP(-1),2)	-1.175301	0.377671	-3.111974	0.0170
R-squared	0.580139	Mean dependent var		0.483585
Adjusted R-squared	0.580139	S.D. dependent var		19.10847
S.E. of regression	12.38166	Akaike info criterion		7.986778
Sum squared resid	1073.138	Schwarz criterion		7.996708
Log likelihood	-30.94711	Hannan-Quinn criter.		7.919803
Durbin-Watson stat	1.753105			

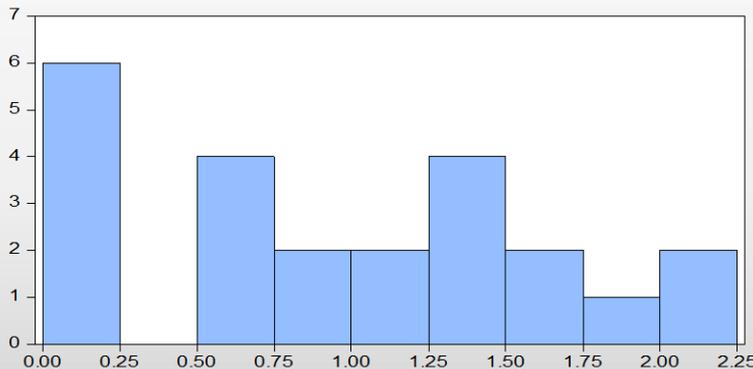
الملحق رقم 37-3: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي غير المباشر للاقتصاد المصري

Dependent Variable: FPIGDP
Method: Least Squares
Date: 04/04/14 Time: 17:28
Sample (adjusted): 2004 2012
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER)	-423.8848	356.7514	-1.188180	0.3567
D(IF)	-0.717514	0.569702	-1.259456	0.3349
IR	8.005335	5.000790	1.600814	0.2506
D(ISP)	-0.087165	0.043512	-2.003221	0.1831
D(TRGDP)	-7.055286	3.735964	-1.888478	0.1996
D(D(VSTGDP))	-0.004767	0.135928	-0.035072	0.9752
C	-98.39868	61.07643	-1.611075	0.2485
R-squared	0.768697	Mean dependent var		-0.687268
Adjusted R-squared	0.074786	S.D. dependent var		4.095084
S.E. of regression	3.938980	Akaike info criterion		5.631199
Sum squared resid	31.03113	Schwarz criterion		5.784596
Log likelihood	-18.34039	Hannan-Quinn criter.		5.300169
F-statistic	1.107775	Durbin-Watson stat		2.836534
Prob(F-statistic)	0.545781			

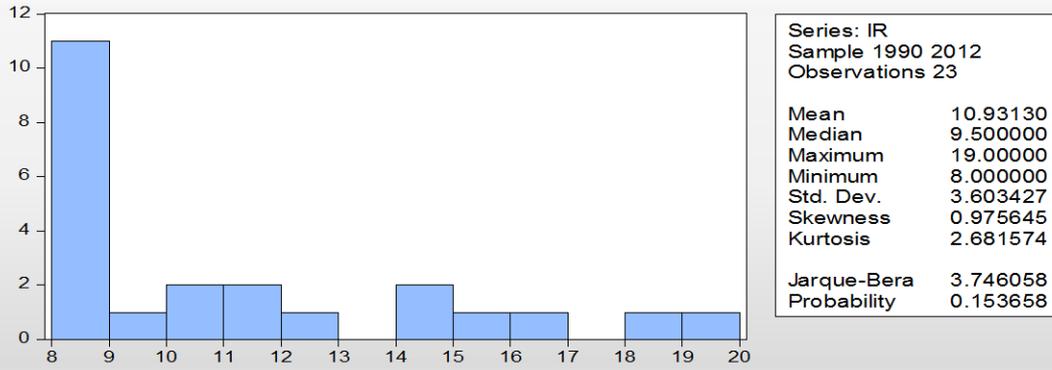
ملاحق الرسم البياني والوصف الإحصائي لمتغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

الملحق رقم 38-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة FDIGDP2

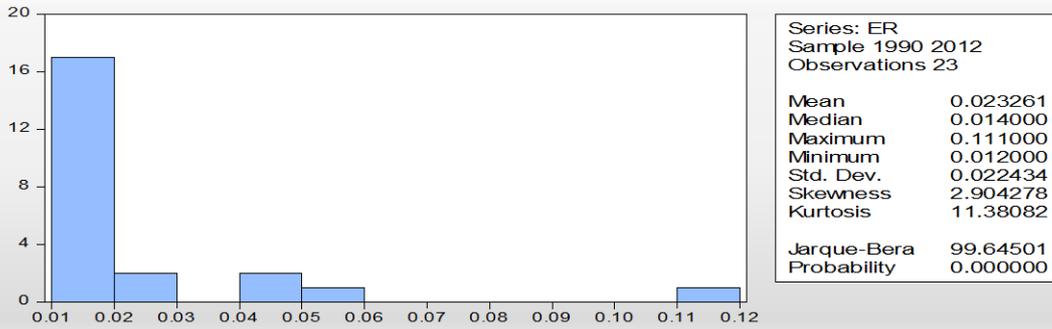


Series: FDIGDP2	
Sample 1990 2012	
Observations 23	
Mean	0.911304
Median	0.933782
Maximum	2.225027
Minimum	0.000540
Std. Dev.	0.701553
Skewness	0.160554
Kurtosis	1.891133
Jarque-Bera	1.277167
Probability	0.528040

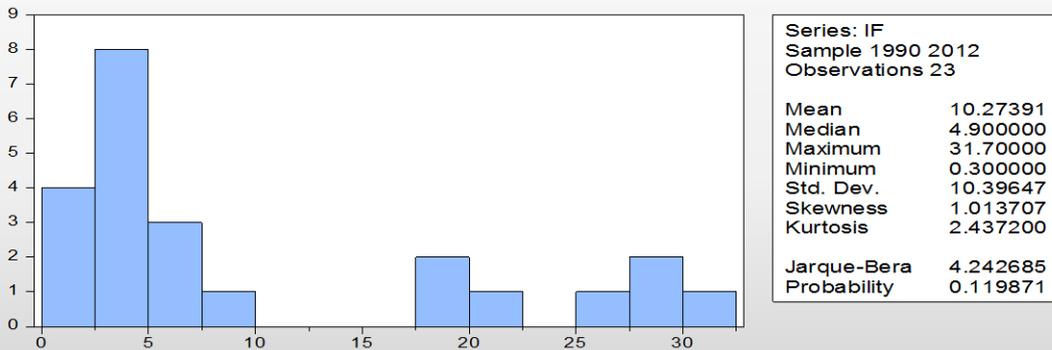
الملحق رقم 39-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IR



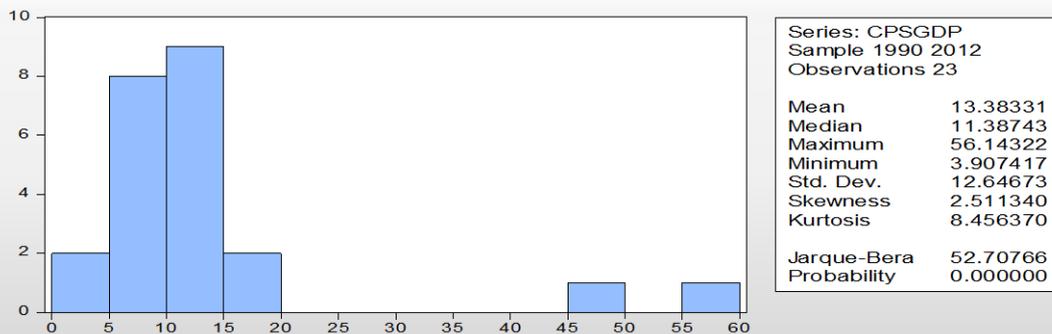
الملحق رقم 40-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة ER



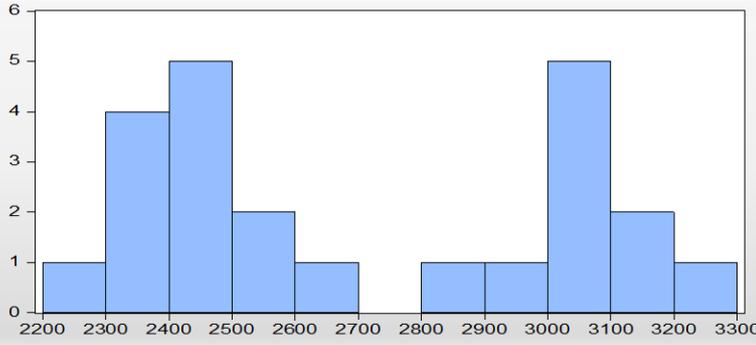
الملحق رقم 41-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة IF



الملحق رقم 42-3: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة CPSGDP

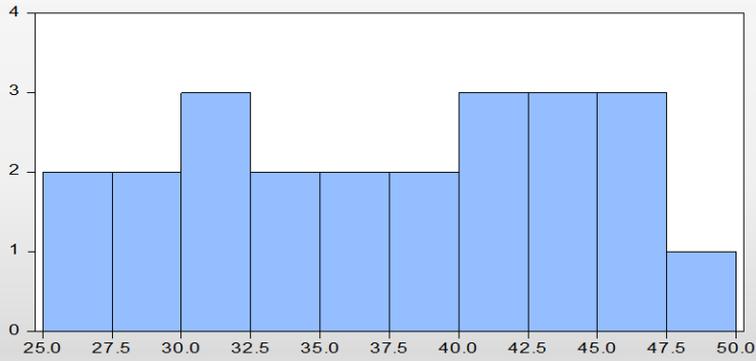


الملحق رقم 3-43: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GDPPC



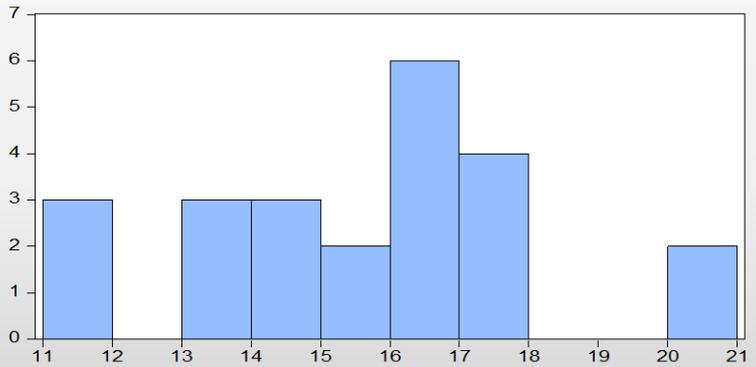
Series: GDPPC	
Sample 1990 2012	
Observations 23	
Mean	2709.081
Median	2567.151
Maximum	3212.105
Minimum	2265.893
Std. Dev.	337.4107
Skewness	0.213338
Kurtosis	1.384268
Jarque-Bera	2.676282
Probability	0.262333

الملحق رقم 3-44: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة RP



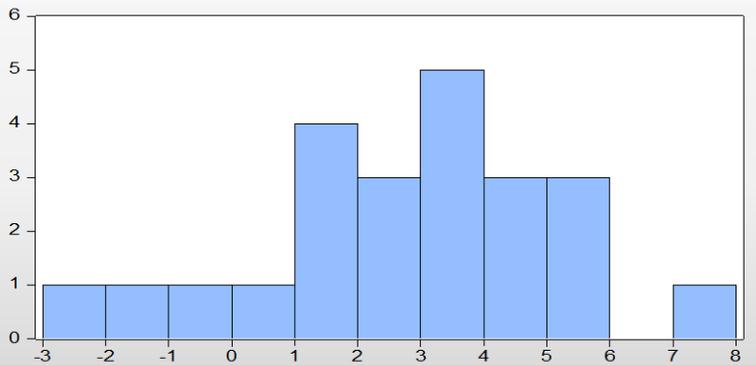
Series: RP	
Sample 1990 2012	
Observations 23	
Mean	37.55378
Median	38.03260
Maximum	47.91500
Minimum	26.29400
Std. Dev.	6.951449
Skewness	-0.114441
Kurtosis	1.699950
Jarque-Bera	1.669911
Probability	0.433894

الملحق رقم 3-45: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GEGDP



Series: GEGDP	
Sample 1990 2012	
Observations 23	
Mean	15.64551
Median	16.01794
Maximum	20.76591
Minimum	11.23158
Std. Dev.	2.468174
Skewness	0.000462
Kurtosis	2.762897
Jarque-Bera	0.053876
Probability	0.973421

الملحق رقم 3-46: الرسم البياني والوصف الإحصائي للسلسلة GGDP



Series: GGDP	
Sample 1990 2012	
Observations 23	
Mean	2.774458
Median	3.200002
Maximum	7.200000
Minimum	-2.100001
Std. Dev.	2.303853
Skewness	-0.296940
Kurtosis	2.727941
Jarque-Bera	0.408929
Probability	0.815084

ملاحق اختبار استقرارية متغيرات نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

الملاحق رقم 47-3: استقرارية السلسلة FDIGDP2

Null Hypothesis: D(FDIGDP2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.860977	0.0049
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(FDIGDP2,2)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 00:54
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDIGDP2(-1))	-1.762215	0.362523	-4.860977	0.0002
D(FDIGDP2(-1),2)	0.436059	0.231079	1.887058	0.0774
C	0.380573	0.291742	1.304483	0.2105
@TREND(1990)	-0.023312	0.020943	-1.113117	0.2821

R-squared	0.676525	Mean dependent var	-0.031269
Adjusted R-squared	0.615873	S.D. dependent var	0.864952
S.E. of regression	0.536080	Akaike info criterion	1.767789
Sum squared resid	4.598105	Schwarz criterion	1.966935
Log likelihood	-13.67789	Hannan-Quinn criter.	1.806664
F-statistic	11.15428	Durbin-Watson stat	2.005393
Prob(F-statistic)	0.000338		

الملاحق رقم 48-3: استقرارية السلسلة IR

Null Hypothesis: D(IR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.356776	0.0256
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR,2)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:00
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IR(-1))	-0.660055	0.196634	-3.356776	0.0037
D(IR(-1),2)	0.436185	0.207428	2.102823	0.0507
C	-0.187909	0.259074	-0.725311	0.4781

R-squared	0.408942	Mean dependent var	-0.066500
Adjusted R-squared	0.339406	S.D. dependent var	1.407085
S.E. of regression	1.143635	Akaike info criterion	3.243782
Sum squared resid	22.23433	Schwarz criterion	3.393142
Log likelihood	-29.43782	Hannan-Quinn criter.	3.272939
F-statistic	5.880993	Durbin-Watson stat	1.804814
Prob(F-statistic)	0.011451		

الملحق رقم 3-49: استقرارية السلسلة ER

Null Hypothesis: ER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.85464	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ER)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:02
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	-0.517360	0.043642	-11.85464	0.0000
D(ER(-1))	0.096086	0.081047	1.185558	0.2542
D(ER(-2))	-0.252127	0.027029	-9.328158	0.0000
C	0.006402	0.001250	5.120606	0.0001
@TREND(1990)	1.36E-05	5.71E-05	0.238231	0.8149
R-squared	0.941514	Mean dependent var		-0.001650
Adjusted R-squared	0.925918	S.D. dependent var		0.003528
S.E. of regression	0.000960	Akaike info criterion		-10.84618
Sum squared resid	1.38E-05	Schwarz criterion		-10.59725
Log likelihood	113.4618	Hannan-Quinn criter.		-10.79758
F-statistic	60.36822	Durbin-Watson stat		1.745482
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 3-50: استقرارية السلسلة IF

Null Hypothesis: IF has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.407526	0.0189
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IF)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:04
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IF(-1)	-0.193842	0.080515	-2.407526	0.0277
D(IF(-1))	-0.055910	0.202486	-0.276119	0.7858
D(IF(-2))	-0.133236	0.193600	-0.688204	0.5006
R-squared	0.252228	Mean dependent var		-1.140000
Adjusted R-squared	0.164255	S.D. dependent var		5.342028
S.E. of regression	4.883633	Akaike info criterion		6.147137
Sum squared resid	405.4478	Schwarz criterion		6.296497
Log likelihood	-58.47137	Hannan-Quinn criter.		6.176294
Durbin-Watson stat	1.595679			

الملحق رقم 51.3: استقرارية السلسلة CPSGDP

Null Hypothesis: CPSGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.574273	0.0076
Test critical values:		
1% level	-4.440739	
5% level	-3.632896	
10% level	-3.254671	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPSGDP)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:05
Sample (adjusted): 1991 2012
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPSGDP(-1)	-0.454415	0.099341	-4.574273	0.0002
C	0.185307	3.148280	0.058860	0.9537
@TREND(1990)	0.346211	0.197988	1.748646	0.0965

R-squared	0.610383	Mean dependent var	-1.890867
Adjusted R-squared	0.569371	S.D. dependent var	8.698600
S.E. of regression	5.708226	Akaike info criterion	6.447817
Sum squared resid	619.0930	Schwarz criterion	6.596596
Log likelihood	-67.92599	Hannan-Quinn criter.	6.482865
F-statistic	14.88292	Durbin-Watson stat	2.625502
Prob(F-statistic)	0.000129		

الملحق رقم 52.3: استقرارية السلسلة GDPPC

Null Hypothesis: D(GDPPC,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.132573	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GDPPC,3)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:09
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDPPC(-1),2)	-1.481949	0.207772	-7.132573	0.0000
C	26.36389	31.56708	0.835170	0.4152
@TREND(1990)	-1.660269	2.283997	-0.726914	0.4772

R-squared	0.750886	Mean dependent var	-2.808422
Adjusted R-squared	0.721578	S.D. dependent var	109.6857
S.E. of regression	57.87642	Akaike info criterion	11.09198
Sum squared resid	56944.57	Schwarz criterion	11.24134
Log likelihood	-107.9198	Hannan-Quinn criter.	11.12113
F-statistic	25.62090	Durbin-Watson stat	2.041369
Prob(F-statistic)	0.000007		

الملحق رقم 3-53: استقرارية السلسلة RP

Null Hypothesis: D(RP,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.931408	0.0043
Test critical values:	1% level	-4.498307
	5% level	-3.658446
	10% level	-3.268973

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RP,3)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:14
Sample (adjusted): 1993 2012
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RP(-1),2)	-1.174429	0.238153	-4.931408	0.0001
C	-0.086980	0.047882	-1.816549	0.0870
@TREND(1990)	0.006683	0.003505	1.906605	0.0736
R-squared	0.588572	Mean dependent var		3.54E-16
Adjusted R-squared	0.540169	S.D. dependent var		0.123217
S.E. of regression	0.083554	Akaike info criterion		-1.989157
Sum squared resid	0.118683	Schwarz criterion		-1.839798
Log likelihood	22.89157	Hannan-Quinn criter.		-1.960001
F-statistic	12.15976	Durbin-Watson stat		2.070168
Prob(F-statistic)	0.000527			

الملحق رقم 3-54: استقرارية السلسلة GEGDP

Null Hypothesis: D(GEGDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.532241	0.0173
Test critical values:	1% level	-3.788030
	5% level	-3.012363
	10% level	-2.646119

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GEGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:16
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GEGDP(-1))	-0.776711	0.219892	-3.532241	0.0022
C	0.206154	0.355861	0.579310	0.5692
R-squared	0.396379	Mean dependent var		0.032356
Adjusted R-squared	0.364610	S.D. dependent var		2.026182
S.E. of regression	1.615097	Akaike info criterion		3.887060
Sum squared resid	49.56225	Schwarz criterion		3.986539
Log likelihood	-38.81413	Hannan-Quinn criter.		3.908650
F-statistic	12.47673	Durbin-Watson stat		1.767169
Prob(F-statistic)	0.002226			

الملحق رقم 55.3: استقرار السلسلة GGDP

Null Hypothesis: D(GGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.431321	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:18
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

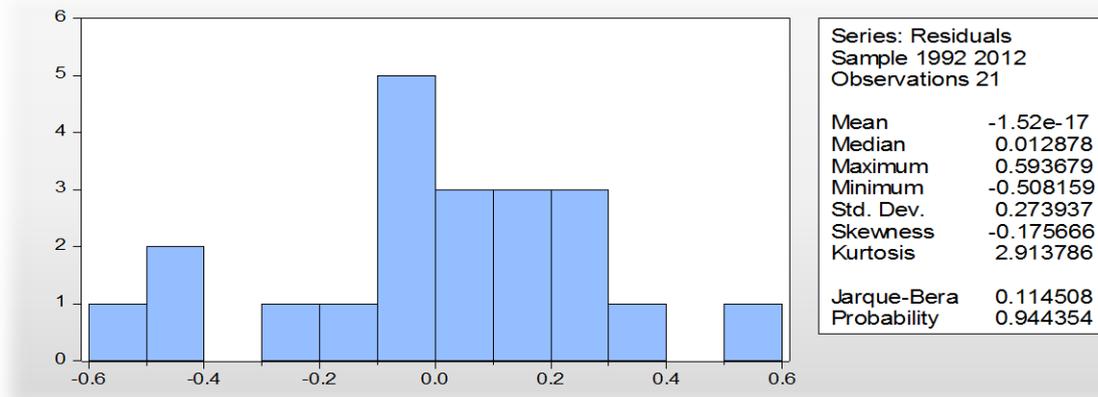
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GGDP(-1))	-1.485796	0.199937	-7.431321	0.0000
C	1.052920	1.099779	0.957392	0.3511
@TREND(1990)	-0.066416	0.081773	-0.812207	0.4273
R-squared	0.754421	Mean dependent var		0.128571
Adjusted R-squared	0.727134	S.D. dependent var		4.332172
S.E. of regression	2.262977	Akaike info criterion		4.602803
Sum squared resid	92.17919	Schwarz criterion		4.752021
Log likelihood	-45.32944	Hannan-Quinn criter.		4.635187
F-statistic	27.64805	Durbin-Watson stat		2.238139
Prob(F-statistic)	0.000003			

الملحق رقم 56.3: نتائج تقدير نموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

Dependent Variable: D(FDIGDP2)
Method: Least Squares
Date: 04/05/14 Time: 01:21
Sample (adjusted): 1992 2012
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPSGDP	-0.041234	0.039473	-1.044588	0.3168
ER	12.98687	17.47323	0.743244	0.4716
D(D(GDPPC))	-0.054399	0.012886	-4.221429	0.0012
D(GEGDP)	0.135265	0.070181	1.927369	0.0779
D(GGDP)	1.366452	0.328704	4.157088	0.0013
IF	-0.022676	0.025358	-0.894239	0.3888
D(IR)	0.027256	0.119412	0.228253	0.8233
D(D(RP))	-4.531909	1.122077	-4.038857	0.0016
C	0.434079	0.568108	0.764079	0.4596
R-squared	0.755221	Mean dependent var		0.035848
Adjusted R-squared	0.592035	S.D. dependent var		0.553686
S.E. of regression	0.353651	Akaike info criterion		1.056515
Sum squared resid	1.500829	Schwarz criterion		1.504167
Log likelihood	-2.093406	Hannan-Quinn criter.		1.153667
F-statistic	4.627972	Durbin-Watson stat		2.564501
Prob(F-statistic)	0.008955			

الملحق رقم 3-57: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري



الملحق رقم 3-58: نتائج اختبار تجانس تباين الأخطاء لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.494674	Prob. F(8,12)	0.8380	
Obs*R-squared	5.207950	Prob. Chi-Square(8)	0.7351	
Scaled explained SS	1.627249	Prob. Chi-Square(8)	0.9904	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/05/14 Time: 10:59				
Sample: 1992 2012				
Included observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.152836	0.079635	1.919211	0.0790
CPSGDP^2	-0.000235	0.000449	-0.522744	0.6107
ER^2	-44.45590	74.51386	-0.596612	0.5619
(D(D(GDPPC)))^2	2.19E-06	2.70E-05	0.081195	0.9366
(D(GEGDP))^2	0.004264	0.008387	0.508364	0.6204
(D(GGDP))^2	-0.004362	0.018664	-0.233700	0.8192
IF^2	-2.40E-05	0.000119	-0.202178	0.8432
(D(IR))^2	-0.005904	0.007954	-0.742211	0.4722
(D(D(RP)))^2	-2.122367	1.794406	-1.182768	0.2598
R-squared	0.247998	Mean dependent var	0.071468	
Adjusted R-squared	-0.253337	S.D. dependent var	0.101310	
S.E. of regression	0.113419	Akaike info criterion	-1.217923	
Sum squared resid	0.154367	Schwarz criterion	-0.770270	
Log likelihood	21.78819	Hannan-Quinn criter.	-1.120771	
F-statistic	0.494674	Durbin-Watson stat	3.010925	
Prob(F-statistic)	0.837996			

الملحق رقم 3-59: نتائج اختبار تمثيلية صياغة الشكل الدالي لنموذج الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاد الجزائري

Ramsey RESET Test			
Equation: EQ01			
Specification: D(FDIGDP2) CPSGDP ER D(D(GDPPC)) D(GEGDP)			
D(GGDP) IF D(IR) D(D(RP)) C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	0.593365	11	0.5649
F-statistic	0.352082	(1, 11)	0.5649
Likelihood ratio	0.661624	1	0.4160