

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد

- تلمسان -



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية


تخصص: نقود، بنوك ومالية

دور سعر الصرف في جذب الاستثمارات الأجنبية دراسة قياسية لحالة موريتانيا (1992-2008)

تحت إشراف:

من إعداد:

الدكتور: عبد الناصر بوثلجه

محمد الأمين ولد ماياي 

لجنة المناقشة:

- | | | | |
|------------------------|----------------------|----------------|-----------|
| - د. طاولي مصطفى | أستاذ التعليم العالي | - جامعة تلمسان | - رئيسا. |
| - د. عبد الناصر بوثلجه | أستاذ التعليم العالي | - جامعة تلمسان | - مشرفا. |
| - أ.د. بن بوزيان محمد | أستاذ التعليم العالي | - جامعة تلمسان | - ممتحنا. |
| - د. بزاوية محمد | أستاذ التعليم العالي | - جامعة تلمسان | - ممتحنا. |

السنة الجامعية: 2009 – 2010.

كلمة شكر وتقدير

أتقدم بكامل تشكراتي وجميل عرفاني للأستاذ
الفاضل الدكتور " عبد الناصر بو ثلجه " على
كرم المعاملة وحسن التقدير وعلى الحرص الكبير
في تقديم التوجيهات والنصائح القيمة طيلة إشرافه
على إعداد هذا البحث.

وكذلك أشكر رئيس وحدة نقود بنوك ومالية
أستاذي الفاضل البروفيسور " بن بوزيان محمد "
على كرم المعاملة وحسن التقدير والنصائح القيمة
التي أسداها لنا طيلة إعداد هذا البحث .

إهداء

الحمد لله القائل

"رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ

الصَّالِحِينَ". (النمل: 19)

بعد حمد الله على نعمه والصلاة والسلام على نبيه أهدي عملي
المتواضع هذا إلى:

والدتي العزيزة تغمدها الله برحمته وأدخلها فسيح جناته.

ووالدي العزيز أطال الله في عمره وحقق مراده.

وكذلك كل من أعمامي الذين أعتبرهم بمثابة آبائي وكذلك كل

من الإخوة والأخوات من أسرة آل ماياي.

وجميع الأصدقاء وخاصة الصديق الجزائري جيلالي لاشقر .

مقدمة عامة:

تسعى كل دول العالم بما في ذلك دول العالم الغني إلى تحفيز عملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي أصبحت تولي أهمية قصوى لجذب رأس المال الأجنبي الذي أصبح من ميزته الأساسية الحركة والتنقل بين أسواق العالم المختلفة، وذلك لأهمية مشاركته في عملية التنمية الاقتصادية.

ولقد كيفت حكومات البلدان النامية سياساتها المالية والنقدية مع متطلبات الوضع المالي العالمي الجديد، ومن أهم هذه السياسات نظام سعر الصرف الذي يعتبر أول رابط يجمع ويوفق بين المقرض الأجنبي وبين الدولة المستضيفة، إلا أن التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي يظل محفوفًا بالمخاطر وخاصة في البلدان النامية التي تتميز ببنك مركزي قليل الجدارة وبمركز ضعيف بالنسبة للسيولة الخارجية.

وكذلك يمثل سعر الصرف بالنسبة لكثير من البلدان النامية مقياسًا حقيقيًا لنجاح الحكومة في إدارة الاقتصاد الكلي ولهذا فإن تدخل الحكومة في أسعار الصرف يقلل من الحركات الحادة للاقتصاد وتخفيف حدة تقلبه.

ومن المعروف أن إدارة سعر الصرف بشكل سليم يساعد على تهدئة الأسواق المضطربة وبالتالي الوصول إلى تراكم كافي لاحتياطيات الصرف الأجنبي مما يكون ثقة لدى المستثمرين الأجانب وتقوية القدرة على سداد الدين واستعادة القدرة على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، وبالتالي كان اهتمام الاقتصاديين المعاصرين ومتخصصي المالية الدولية منصبًا على دراسة نظم أسعار الصرف، وظهرت نظرية الركن التي ما زالت محل جدل واسع و عرضة لاختبارات متواصلة ومتلاحقة والتي توصي بضرورة إتباع أحد النظامين إما نظام التثبيت الصارم أو نظام التعويم الحر والابتعاد التام عن الأنظمة الوسيطة.

ولقد قامت موريتانيا بإصلاحات اقتصادية ومالية شاملة مع بداية العقد الأخير من القرن الماضي مست أساسا سياسات التحفيز ونظام سعر الصرف المتبع حيث تحول من نظام التثبيت إلى نظام التعويم المدار.

1- الإشكالية:

بعد انتهاج موريتانيا لنظام تعويم سعر الصرف المدار للأوقية الموريتانية هل يؤثر ذلك في سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر وهذا هو لب الإشكالية المطروحة :

هل تستجيب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتغير سعر صرف الأوقية الموريتانية ؟

2- الفرضية:

استنادا للإشكالية المطروحة يمكن صياغة الفرضية التالية:

إن أداة سياسة الصرف ليست أداة سياسية مستقلة بل لا بد من تناسق سياسات الاقتصاد الكلي لتحفيز مجيء رأس المال الأجنبي.

3- أهمية البحث وأهدافه:

تستقى أهمية الموضوع من التحديات المفروضة اتجاه قضايا الانفتاح الاقتصادي وتنامي المنافسة الإقليمية على جذب الاستثمارات الأجنبية، وتأتي الدراسة أساسا لتقييم جدوى نظام التعويم المدار على استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

4- دوافع اختيار البحث:

إن الدافع الأساسي لاختيار البحث هو محاولة مدى فهم فعالية سياسة الصرف في الوقت الحالي في التأثير على جذب الاستثمارات الأجنبية بعد ما كانت هذه السياسة تعاني الإقصاء التام مقابل السياسات النقدية والمالية الأخرى.

5- منهجية البحث:

نظرا لطبيعة الموضوع فقد قسمنا البحث إلى:

- جانب نظري تعرضنا فيه إلى سعر الصرف من الناحية النظرية وكذلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

- جانب تطبيقي تعرضنا فيه إلى دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل لفترة 1992-2008.

6-الصعوبات التي واجهتنا أثناء القيام بالبحث:

- شساعة الموضوع خاصة في شقه النظري مقابل قلة المصادر والمراجع إذ أن معظم المراجع تفتقر إلى ما هو حيث في هذا المجال.

- الندرة الشديدة للكتابات حول الاقتصاد الموريتاني.

7- الدراسات السابقة:

أثناء بحثنا في الموضوع قمنا بالاطلاع على الدراسات المشابهة تقريبا والدراسات ذات الصلة بالموضوع نذكر منها:

- رمضاني محمد " إدارة سعر الصرف ودورها في جذب رأس المال الأجنبي دراسة حالة الجزائر "

مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف د/ بن بوزيان محمد ، جامعة تلمسان، 2005-2006، وقد ساعدنا هذا البحث كثيرا خصوصا من ناحية المنهجية في الجانب النظري.

- جديدين لحسن " تسيير خطر سعر الصرف من خلال التكامل المتزامن دراسة حالة الجزائر "

مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة تلمسان ، 2004 ، احتوت على جانب مهم في الدراسة الاقتصادية الكلية حيث يبين الطالب من خلال دراسة قياسية في الفصل الأخير باستعمال طريقة التكامل المتزامن وجود علاقة سببية من الناتج الداخلي الخام إلى سعر الصرف.

8- محتوى الدراسة:

في هذه الدراسة تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول منها فصلين نظريين وفصل تطبيقي لدراسة حالة موريتانيا.

- الفصل الأول تم التطرق فيه إلى النظرة العامة لسعر الصرف ضمن ثلاث مباحث حيث تم في المبحث الأول تناول أسس ونظريات سعر الصرف ، أما في المبحث الثاني فقد تم التطرق إلى بنية وأساسيات أسواق الصرف وفي المبحث الأخير قمنا بالتطرق إلى نظرية الركن كنظرية حديثة نسبيا.

- الفصل الثاني تم التطرق فيه إلى النظرة العامة للاستثمارات الأجنبية للاستثمارات الأجنبية كظاهرة اقتصادية قديمة كيفت سلوكها مع المعطيات الجديدة للعولمة ليصبح الجديد المكتسب من أهم ميزات الاقتصاد العالمي في يومنا هذا وقسمنا هذا الفصل حسب شكل الاستثمارات الأجنبية إلى مبحثين عالجا في الأول الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تحديد المفاهيم المتعلقة به والنظريات المحددة له وضبط أهم سياسات استقطابه وتبيان آثاره ليتم التطرق في المبحث الثاني إلى الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال

الاستثمارات الأجنبية مبينين طبيعتها ومصادرها وتأثير سياسات التنسيق الدولي على حركتها وكذا كيفية تسييرها داخل البلدان المقترضة.

أما الفصل التطبيقي فإنه يخص حالة موريتانيا حيث قمنا بتقسيمه إلى مبحثين يتعلق المبحث الأول بتكيف الاستثمارات الأجنبية مع واقع النظام المالي الموريتاني حيث تحدثنا عن النظام المالي في موريتانيا والأنظمة التي مر بها نظام سعر الصرف الموريتاني وتطرقنا إلى بعض الأوامر القانونية الصادرة في حق الاستثمارات الأجنبية وكذلك سعر الصرف، أما المبحث الأخير من هذا الفصل فقد خصصناه لدراسة تغيير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل تبعا لتغيير قيمة سعر الصرف من خلال دراسة قياسية استعملنا فيها تقنية التكامل المتزامن بالاعتماد على برنامج eviews.

و الله الموفق.

الفصل الأول:

نظرة عامة

حول سعر الصرف

مقدمة :

لقد وصل علم الإنسان حديثاً إلى ابتكار النقود أو العملة التي تعتبر وسيلة للتبادل ومقياس للقيمة، ولكنه لم يستطع حتى الآن أن يصل إلى خلق عملة عالمية موحدة تتعامل بها كل دول العالم، بل هناك الكثير من العملات بعدد دول العالم تقريباً.

وهذا التعدد في العملات، يطرح مشكل تسوية المدفوعات الدولية الذي يفرض علينا إيجاد تقنية تسمح بضبط وتقويم عملية تبادل السلع والخدمات بين الدول ذات العملات المختلفة.

هذه التقنية، لا تخرج عن نطاق النقود بحيث يجب أن نحدد معدل التبادل بين عملتين مختلفتين، أو ما يسمى بمعدل سعر الصرف.

لهذا سوف نخصص هذا الفصل، لدراسة مختلف مفاهيم الصرف الذي يمكن تقسيمه إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: أسس ونظريات سعر الصرف

حيث نتناول في هذا المبحث تعريف سعر الصرف ونتطرق إلى أنواعه و إلى النظريات التقليدية والحديثة المفسرة لتقلباته وتغيراته وفي الأخير نتطرق إلى سياسات سعر الصرف بما في ذلك الرقابة على سعر الصرف وكيفية الوقاية من الأزمات.

المبحث الثاني: أسواق الصرف

حيث سنتناول في هذا المبحث بنية أسواق الصرف وتنظيمها وأهم المتعاملين فيها ونسلط الضوء على أخطارها وتقنيات تغطيتها وكذلك نظرية فعالية الأسواق.

المبحث الثالث: نظرية الركن

سنشرح فيه نظرية الركن وهي نظرية حديثة تتعلق بنظم سعر الصرف.

المبحث الأول: أسس ونظريات سعر الصرف.

يعتبر سعر الصرف الأداة الرئيسية لحل مشكل تسوية المدفوعات الدولية، إذ أنه هو الذي يحدد لنا العلاقة بين أسعار السلع والخدمات المحلية وأسعار السلع والخدمات الخارجية، فما هو سعر الصرف، وما هي أنواعه، وما هي السياسات المتبعة لهذا المعدل والنظريات التي حاولت تحديده ؟

المطلب الأول: ماهية وأنواع سعر الصرف.

1- تعريف سعر الصرف

من أهم المشكلات التي تثيرها المعاملات الاقتصادية التي تحدث بين المقيمين في الدول المختلفة ليس فقط مشكلة حساب قيمة هذه المعاملات وإنما أيضا كيفية تسوية هذه القيمة، وبما أن العالم يتكون من عدة دول لكل دولة عملتها الخاصة بها، فهذا يعني أن التبادل الدولي يتطلب وجود نوع من المقارنة بين عملات الدول، إذن عند مبادلة عملة دولة بعملة دولة أخرى يقتضي الأمر وجود نسبة لمبادلة عملة الدولة الأولى بعملة الدولة الثانية، أو ثمن عملة الدولة الأولى مقومة بعملة الدولة الثانية ويسمى هذا الثمن بسعر الصرف.

وبالتالي يمكن تعريف سعر الصرف على أنه السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية،¹ أو هو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى وهكذا تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها،² أو هو " ثمن عملة دولة مقومة في شكل عملة دولة أخرى."³

¹ - الدكتور فليح محمد خلف "التمويل الدولي" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، 2004، ص 57

² - د/ عرفان تقي الحسني "التمويل الدولي" دار مجدلاوي للنشر، الطبعة الثانية، 2002، ص 147-148

³ - زينب حسن عوض الله "الاقتصاد الدولي" الدار الجامعية الجديدة، 2004، ص 44

كما يمكن تعريف سعر الصرف على أنه "عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى".¹

ولسعر الصرف سعر شراء وسعر بيع:

حيث يعتبر سعر الشراء عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها المشتري لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

أما سعر البيع فهو عدد الوحدات التي يطلبها البائع من العملة الوطنية لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

2- أنواع ونظم سعر الصرف

هناك ثلاثة معايير أساسية يمكن على أساسها تحديد أنواع سعر الصرف، وهي معيار زمن التنفيذ، ومعیار النظام المتبع ومعیار الصیغة أو الشكل.

1- معيار زمن التنفيذ:

حسب معيار زمن التنفيذ يمكن تقسيم سعر الصرف إلى نوعين هما:

سعر الصرف العاجل أو الفوري: Le change au comptant

سعر الصرف الحاضر أو العاجل، يخص التعامل بمبادلة العملات أو تسليمها فوراً (أي وقت إبرام العقد) وبالسعر السائد وكأقصى تقدير يومين من تاريخ الاتفاق على العملية، ويتميز هذا النوع من سعر الصرف بالتغير المستمر وهذا طبقاً لعرض العملات والطلب عليها.

وفي هذه الحالة يجب أن نميز بين سعرين هما:

¹ - طاهر لطرش "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003، ص96

سعر البيع: وهو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يطلبها البائع مقابل وحدة واحدة من عملة أجنبية.

سعر الشراء: وهو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها البنك للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

و عادة يكون سعر الشراء أقل من سعر البيع ويمثل الفرق بينهما هامش البنك.

سعر الصرف الآجل: Le change a terme

سعر الصرف الآجل لعملة ما هو السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر و تاريخ التسليم و مبالغ العملاتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة.¹

ويعرض سعر الصرف الآجل طرفي التعاقد إلى أخطار تقلبات الصرف،ولهذا تستعمله الشركات الأجنبية الناشطة في المجال التجاري لتفادي أخطار تقلبات الصرف في المستقبل، وهو يستعمل في التجارة ونقل رأس المال.²

وعادة ما يتضمن العقد مجموعة من المهل المعيارية مثل: أسبوع، شهر، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، و هناك بعض العملات الأكثر أهمية قد تتم وفق مهل تتجاوز السنة، و لكن بحجم أقل بكثير من تلك التي تتم وفق المهل التقليدية.³

ويحسب سعر الصرف الآجل على أساس سعر الصرف العاجل أو السائد وهو يعطى كما يلي:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف السائد} + \text{تكلفة فترة}$$

¹ - د. مدحت صادق، "النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي"، دار غريب، القاهرة، الطبعة الأولى، 1998، ص 121.

² - د/ طاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، مرجع سبق ذكره، ص 107.

³ - Henri bourguinat , Finance internationale , 4eme Édition , Presses Universitaires de France 1999 , P 263.

ويحسب ثمن تأجيل التسليم أو تكلفة فترة الانتظار على أساس أسعار الفائدة على العملات بين السوق الوطني وسوق الصرف الدولي قصير الأجل.¹

$$Re = \frac{(ipn - icc) \cdot \left(\frac{t}{36000}\right)}{1 + icc \left(\frac{t}{36000}\right)} \times Can$$

حيث :

Re: ثمن التأجيل.

ipn: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك.

icc: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الدولي القصير الأجل.

t: أجل التسليم.

Can: سعر الشراء في سوق الصرف العاجل.

2- معيار النظام المتبع:

يمكن تقسيم أسعار الصرف حسب معيار النظام المتبع إلى أسعار الصرف الثابتة

وأسعار الصرف المعومة.

1-2 سعر الصرف الثابت:

¹ - مجدي محمود شهاب "الاقتصاد الدولي"، دار المعرفة الجامعية، 1996، ص 245.

عرف نظام سعر الصرف الثابت في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين في ظل قاعدة الذهب وذلك بربط وزن معين من الذهب إلا أن ثبات سعر الصرف في ظل هذا النظام مرهون بشروط معينة أهمها:

- تحديد معدل ثابت من العملة الوطنية إزاء الذهب، أي يتم تحديد ما يقابل العملة الوطنية وبشكل ثابت.

- ضمان تحويل العملة الوطنية إلى الذهب وبالعكس، وتوفير القابلية والحرية على ذلك وبدون أية قيود أو شروط تحد من هذه الحرية أو القابلية في التحويل.

- حرية تصدير واستيراد الذهب إلى الخارج بدون وجود محددات تعيق عملية التصدير هذه، أي لا يتم منع دخول أو خروج الذهب من وإلى الدول.¹

والملاحظ أن هذه الشروط نادرا ما تتحقق ولهذا فإننا نجد داخل نظام ثبات أسعار الصرف أنواع ثلاثة:²

1- سعر صرف ثابت بصفة دائمة

2- سعر صرف ثابت لكن يتم تعديله على أساس قابل للتعديل دوريا

3- سعر صرف ثابت مسموح له بالتموج في حدود مقيدة.

ويمتاز سعر الصرف الثابت بثلاث ميزات ايجابية هي:

- يعطي هذا النظام نوع من الانضباط في المجال النقدي

- يعتبر ثبات سعر الصرف متطابق مع الثبات الاسمي للصرف أي يسهل تعديل

القوة الشرائي

¹ -د- فليح حسن خلف "التمويل الدولي"، دار الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.

² -د- زينب حسن عوض الله، المرجع السابق، ص 48

- يسهل سعر الصرف الثابت من التنسيق النقدي الدولي خاصة بين الشركاء الاقتصاديين للبلد.

أما مشاكل هذا النظام فتتلخص في:

- صعوبة القيام بسياسة نقدية ناجحة في ظل نظام ثبات سعر الصرف حيث يصبح سعر الصرف عامل حيادي في السياسة الاقتصادية ونتوجه نحو السياسة المالية من خلال زيادة الضرائب للتمويل أو خفض النفقات العمومية وذلك لعجز السياسة النقدية إذ أن التدخل في هذه الحالة بسياسة نقدية يولد تضخم كبير داخل الاقتصاد الوطني.

- نظام ثبات سعر الصرف أصبح لا يتلاءم مع الميزات الجديدة للمالية الدولية.

- سعر الصرف الثابت لا يتلاءم مع التدفقات العالية والسريعة لرؤوس الأموال الدولية.

2-2- سعر الصرف المعوم:

بعدما فشلت بعض الدول في المحافظة على قيمة عملاتها كبريطانيا وفرنسا وبعد أزمة الدولار الأمريكي في بداية السبعينات وأزمة البترول الكبرى 1973 حدثت أزمة في أسواق النقد الأجنبي وزيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية بشكل صعب معه التحكم في قيمة أي عملة مما دفع الدول إلى السماح بتعويم عملاتها.¹

وتتعدد نظم أسعار الصرف العائمة إلى عدة أنواع:

- التعويم الموجه أو (المدار):

في هذا النظام تحاول السلطات النقدية الحفاظ على سعر صرف مستقر بالرقابة الشديدة أو التحكم في حركات سعر الصرف، بدون الالتزام بقيمة أو مسار محدد سابقاً.

¹ - عادل حشيش "العلاقات الاقتصادية الدولية"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 2000، ص 134 .

- التعويم الحر:

وهو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير صعوداً أو هبوطاً حسب قوى السوق، ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل قيوداً.

- نظام سعر الصرف المختلط:

حيث في هذا النظام تكون أسعار الصرف ثابتة ومعومة أي الجمع بين خاصية التثبيت وخاصية التعويم، ويطبق مثلاً في مجموعة النظام النقدي الأوربي، حيث تكون دول المجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض وعائمة أمام الدول الأخرى خارج المجموعة.

- التعويم غير النظيف (القدر):

ويقصد به تدخل السلطات النقدية، معتمدة على سعر صرف للعملة غير واقعي، وهذا ما يشكل أضراراً بالنسبة للنظام النقدي الدولي.

ويمتاز سعر الصرف المعوم بأربع إيجابيات أساسية:

- في ظل نظام تعويم العملة تتحرر السياسة النقدية وتخرج من مأزق التوازن الخارجي.

- يصبح سعر الصرف المعوم متغير فعال على عكس سعر الصرف الثابت في تعديل ومواجهة الاختلالات الخارجية .

- يمكن في ظل نظام تعويم العملة العودة الآلية أو الذاتية للتوازن الخارجي للعملة من خلال التوازن بين صادرات وواردات البلد.

- الصعوبة الكبيرة للمضاربة على العملة وذلك لعدم التأكد أو حتى التوقع في القيمة المستقبلية للعملة.

ويحمل نظام تعويم العملة إلى جانب هذه الايجابيات جملة من السلبيات تتلخص في:

- غياب الانضباط في مجال السياسة النقدية.

- عدم الثبات في قيمة العملة يخلق جملة من المشاكل في مجال التبادل الدولي.

- نقص التنسيق بين مختلف السلطات النقدية إذا تعلق الأمر بسعر صرف معوم بشكل تام لأن قيمة العملة يتحدد في السوق.

- الشك في استقلالية السياسة النقدية نظرا لأن السياسة النقدية تلجأ إلى متغير واحد وهو سعر الفائدة مقابل سعر الصرف الذي يصبح متغير مستقل يتحدد في السوق.

إضافة إلى هذا التقسيم القديم لأنواع سعر الصرف قامت دراسات حديثة لأقتصاديين معاصرين أمثال ماسون MASSON و افرانكل FRANKEL إلى وضع تصنيف جديد لأسعار الصرف وهو كما يلي:

1- أنظمة الربط: يكون فيها سعر صرف العملة الوطنية مربوط بعملة أخرى ويتم في هذا النظام دعم الربط الذي لا رجعة فيه بالتزامات مؤسسية وسياسية صارمة للدولرة الرسمية واتحادات ومجالس العملة.

2- الأنظمة الوسيطة: وتنقسم إلى:

- ربط ميسر: وهي أنظمة تهدف فيها السلطات للدفاع عن قيمة محددة سلفا لسعر الصرف دون التزام بسياسة نقدية تحافظ على الربط التقليدي الثابت.

- تعويم موجه بإحكام: وهي أنظمة تهدف فيها السلطات الحفاظ على سعر صرف معوم لكن مستقر وذلك بالرقابة الشديدة والتحكم في حركات سعر الصرف.

- أنظمة تعويم: وهي أنظمة يكون فيها سعر الصرف معوم تعويماً حراً بدون أي توجيه صارم.

3- معيار الصيغة أو الشكل:

في الواقع العملي فإن سعر الصرف يأخذ في الحسبان مختلف التدابير الحكومية مثل التعريفات الجمركية أو الرسوم والحوافز والإعانات المالية التي لها علاقة بالمعاملات الدولية وتبعاً لهذه العوامل يمكن تحديد الصيغ التالية لسعر الصرف.

3-1- سعر الصرف الحقيقي:

نفرض أن السعر العام في بلد ما هو P وفي البلد الأجنبي هو P^* و E هو سعر الصرف الاسمي، فإن سعر الصرف الحقيقي يعرف كالتالي:

$$E = \frac{EP^*}{P}$$

إذن يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، أي أنه ذلك المؤشر الذي يجمع بين كل تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الاعتبار التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية وربطها بمستوى الأسعار المحلية وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة وهو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم.

أو هو القيمة الحقيقية للعملة الوطنية بالنسبة للعملة الأجنبية، أي القدرة الشرائية للعملة الوطنية بالنسبة لدولة أجنبية، وهو يحدد على أساس تعادل القوى الشرائية النسبية في الدولتين.

وتستعمل عدة مقاييس إحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي ومن أهمها مؤشر أسعار الاستهلاك إلا أن اختيار هذا المؤشر يتعرض لانتقاد موضوعي، وهو إشكالية حساب القدرة الشرائية لمجموع السلع والمنتجات المكونة للنتائج الداخلي الخام PIB ، حيث يمكن أن يكون سعر الصرف الحقيقي له علاقة طويلة المدى مع الإنتاجية المتأنية عن زيادة العمل أو نوع التخصص في العمل وإهمال المتغيرات الأخرى.

2-3- سعر الصرف الفعلي: Le taux de change effective:

يشير المفهوم التقليدي لسعر الصرف الفعلي إلى "سعر الصرف الفعلي كمعدل حتى يتضمن متوسط آثار التعريفات والدعم وغير ذلك من الرسوم التي تؤثر على تكلفة الواردات على الاقتصاد المحلي وتكلفة الصادرات المحلية على الاقتصاديات الأجنبية"¹. أما المفهوم الحديث فيعرف سعر الصرف على أنه "عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعليا أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة"².

وعلى أساس هذا التعريف يمكن تحديد أكثر من سعر صرف فعلي واحد والدراسات التجريبية تحصي نوعين:

أ- سعر الصرف الفعلي للصادرات NEERx:

¹ - بن قدور بن علي "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير علوم اقتصادية، المركز الجامعي د. مولاي الطاهر، سعيدة، 2004-2005، ص08.

² - محمود حميدات "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص76.

"وهو عدد وحدات العملة المحلية الممكن الحصول عليها مقابل ما تبلغ قيمة دولار واحد من الصادرات مع الأخذ في الحسبان كل رسوم التصدير والإعانات المالية والتدابير المالية والضريبية.¹

ب- سعر الصرف الفعلي للواردات NEERm "وهو عدد وحدات العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولار واحد من الواردات، على أن نأخذ في الحسبان كل التعاريف والرسوم المتعلقة بعملية الاستيراد.

المطلب الثاني: النظريات المحددة لسعر الصرف.

توجد عدة نظريات لتفسير سعر الصرف وذلك على الرغم من الزخم الكبير للدراسات الاقتصادية القديمة والحديثة التي تطرقت لمحددات سعر الصرف محاولة إيجاد نظرية تحدد بدقة سعر الصرف ولكنهم لم يتوصلوا لنظرية معينة واحدة تحدد وتفسر سعر الصرف، ولهذا ظهرت عدة نظريات.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية: (P.P.A) La partie des pouvoirs d'achat

- تقديم نظرية تعادل القوة الشرائية:

يعود أصل نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي " GUSTAV CASSEL"، الذي قام بصياغتها عام 1922، عندما أصدر كتابه بعنوان "النقود وأسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914".²

يرى "GUSTAV CASSEL" أن سعر أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فإن العلاقة بين عملتين تتحدد تبعاً للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين، ومنه فإن التغيرات التي

¹ -محمود حميدات، مرجع سبق ذكره ص 76.

² حمدي عبد العظيم "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة"، مرجع سابق، ص 46.

تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين،¹ أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين فهو يعني تساوي القوة الشرائية للعملتين، وتعتمد هذه النظرية على الصيغ التالية:

الصيغة المطلقة: La (P.P.A) Absolue

تعتبر هذه الصيغة امتدادا لقانون السعر الوحيد*، والتي تفترض غياب الحواجز الجمركية أمام حركات السلع، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتوافر سوق دولية في ظل المنافسة، فضلا عن تجانس السلع في كل البلدان.

وتبين هذه الصيغة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما، هي مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر.²

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*} \quad [1]$$

حيث أن:

e_t : سعر الصرف الذي يحدد عملة أجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

P_t : مستوى الأسعار المحلية.

P_t^* : مستوى الأسعار الأجنبية.

علما أن: $P_t = \sum \alpha_i \cdot P_{it}$

و: $P_t^* = \sum \alpha_i \cdot P_{it}^*$

1 PEYRARD JOSETTE, « Risque de change », librairie Vuibert paris 1986.

* تميز قانون السعر الوحيد بالبساطة لكون التحكيم الدولي يقوم على أساس التعادل بين السلع المتشابهة إذا عبر عنها بعملة واحدة.

2 REDRIGER DORN BUSH « Exchange rate and inflation the ill press » Cambridge. USA 1994. P266.

α_i : الوزن الترجيحي الخاص بالسلع المتبادلة بين البلدين (i).

إن وجود بعض تكاليف النقل، وبعض القيود المتعلقة بالتجارة الخارجية مثل التعريفات الجمركية... الخ، وباعتبار هذه العوامل ثابتة عبر الزمن، فإنه يمكن صياغة المعادلة [1] على النحو التالي:

$$e_i = \pi \frac{P_i}{P_i^*} \quad [1]'$$

الصيغة النسبية: (P.P. Ar). La PPA Relative.

على عكس الصيغة المطلقة، فإن الصيغة النسبية تبنى على أساس الفرضيات التالية:¹

الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل.

حرية انتقال المعلومات.

إزالة الحواجز التجارية التي تحد من تكافؤ الأسعار معبرا عنها بالعملتين.

واهتمت الصيغة النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج مؤشر التضخم، حيث يعمل سعر الصرف الاسمي على إلغاء فوراق التضخم في البلدين أو بمعنى آخر، يحقق توازن سعر الصرف عندما يساوي معدل التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار.

إن وبإدخال اللوغاريتم على المعادلة [1]' نحصل على:

$$\log e_i = \pi + \log P_i - \log P_i^* \quad [2]$$

1 Havé Moly ; Céline. Pringint ; nécolat sobazile. Economie de Mérision N° 123-124 ; 1996. P02 .

وإذا عبرنا عن المعادلة [1] بالتغير نحصل على:

$$\Delta \log e_t = \Delta \log P_t - \Delta \log P_t^* \quad [3]$$

المعادلة [3] : تبين أن انخفاض نسبة سعر الصرف الاسمي يساوي فرق مستوى التضخم بين البلد محل الدراسة والبلد الأجنبي.

إذن تنطلق هذه الصيغة من مبدأ أن البلدان صاحبة معدلات التضخم العالية، مقارنة بالدول المتعاملة معها، تقبل بتدهور قيمة عملتها مقابل عملات هذه الدول، مما يؤثر على مبادلاتها التجارية.

الصيغة النقدية: (PPAM)

إن نظرية تعادل القوة الشرائية قد ظهرت عند النقديين في قالب آخر، إلا أن المبدأ وهو قانون السعر الوحيد بقي على حاله.

والاختلاف الذي تميز به النقديون هو وجوب التفرقة بين نوعين من السلع.

فهناك سلعا متاجر بها دوليا، وسلعا غير متاجر بها دوليا، حيث أثر كل من (مندل MUNDELL) و(أنكريجد) و(كلوين جودسن) أي أن لكل بلد سلعا منتجة ومستهلكة وهي سلع قابلة للتبادل، وسلعا غير قابلة للتبادل دوليا*، وكل نوع من السلع تأخذ لتكون مكونا للأسعار النسبية للسلع.¹

ويقتصر النقديون قانون السعر الوحيد على السلع المتاجر بها دوليا فقط، وفي هذا الصدد يتحدد سعر الصرف من خلال أسعار السلع المحلية (PT) وأسعار السلع الأجنبية

* تشمل على السلع الغير متبادل بها دوليا، وسلعا تتميز بخصائص تتعلق بذوق المستهلكين، وبطبيعة السلع في حد ذاتها، مثل السكنات، تكاليف النقل، ... الخ، وهي سلع تختلف أهميتها النسبية في مستويات أسعار البلدان المتاجر بها في السوق العالمية.
1 RUDIRER DURUNBUSH ; « Exchange rate and inflation, the mill » press, Cambridge. U.S.A 1994, P12.

(PT*) المتاجر بها دوليا، وهذا بافتراض كمال تكاليف النقل للرسوم الجمركية وبذلك يتحدد سعر الصرف بالصيغة الرياضية كما يلي:¹

$$e = \frac{PT}{P * T} \quad [4]$$

وللقيام بتحديد الأسعار المحلية (P) التي تتضمن السلع المتاجر بها دوليا، وتحديد الأسعار الأجنبية المتعلقة بالسلع المتاجر بها دوليا (P*T)، للتعبير عن الأسعار المحلية.

نضع المعادلات الرياضية التالية:²

$$[5] \quad P = \alpha PT + (1 - \alpha)PN$$

α : حصة السلع المتاجر بها دوليا، من مجموع السلع المنتجة محليا.

الأسعار الأجنبية يعبر عنها كالتالي:

$$[6] \quad P^* = \alpha * P^* . T + (1 - \alpha) P N^*$$

α^* : حصة السلع المتاجر بها دوليا، في مجموع السلع المنتجة في البلد الأجنبي.

نفترض أن (β) هو السعر النسبي التوازني بين السلع المحلية غير المتاجر بها دوليا والسلع المحلية المتاجر بها دوليا أي أن:

$$\beta^* = P^* N / P^* . T$$

والسلع المحلية الغير متاجر بها دوليا يمكن التعبير عنها كالاتي:

$$[7] \quad PN = \beta . PT$$

1 BERTRAND NEZEYS ; « les politiques de compétitivité » Edition economica.

2 عدنان عباس علي، "المنهج النقدي في القوى المتحركة في سعر الصرف" مجلة العلوم الاجتماعية تصدر عن مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت مجلد 7، العدد 4، 1999، ص70.

والافتراض أن (β^*) هو السعر النسبي التوازني بين السلع الأجنبية يتم الاتجار بها دوليا.

والسلع الأجنبية المتاجر بها دوليا أي أن:

$$\beta^* = P^* N = P^* . T$$

والسلع الأجنبية غير متاجر بها دوليا يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$[8] \quad P^* N = \beta^* . P^* . T$$

ويكون كالآتي في مستوى الأسعار الذي يمكن تعريفه من خلال الأسعار المتاجر بها دوليا للسلع المحلية فقط كالتالي:

$$P = \alpha PT + (1 - \alpha)\beta . PT$$

$$[9] \quad P = [\alpha + (1 - \alpha)\beta] . PT$$

والأسعار الأجنبية للسلع المتاجر بها دوليا هي كالتالي:

$$P^* = \alpha^* . P^* . T + (1 - \alpha^*)\beta^* . P^* . T$$

$$[10] \quad P^* = [\alpha^* + (1 - \alpha^*)\beta^*] . P^* . T$$

بالتعويض:

$$\begin{cases} \gamma : \beta [\alpha + (1 - \alpha)\beta] \\ \gamma^* : \beta^* [\alpha^* + (1 - \alpha^*)\beta^*] \end{cases}$$

وبالتالي نحصل على:

$$[11] \quad P = \gamma . P . T \quad - \text{ مستوى الأسعار المحلية:}$$

$$[12] \quad P^* = \gamma^* . P^* . T \quad - \text{ مستوى الأسعار الأجنبية:}$$

وبتعويض المعادلة [11] في المعادلة [12] في المعادلة [4]، يصبح لدينا:

سعر الصرف كما يلي:

$$[13] \quad e = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\gamma^*}{\gamma}$$

وتوضع المعادلة [13]، أن سعر الصرف الأجنبي يتحدد من خلال نسبة لمستوى الأسعار المحلية إلى مستوى الأسعار الأجنبية، من خلال الأهمية النسبية للسلع غير متاجر بها دولياً α^* و β^* و β .

ويعتبر النقديون أن العلاقة بين سعر الصرف والتضخم يكون من خلال سعر الصرف الحقيقي الذي يعبر عن المؤشر الأكثر تأثيراً في القدرة التنافسية للاقتصاد يرتبط تغيير سعر الصرف بمعدل التضخم المحلي الذي يؤثر مثله الأجنبي، ويتحقق سعر الصرف التوازني من هذا المنطلق، من خلال اشتقاق المعادلة [13] حيث:

$$\frac{de}{e} = \frac{dP}{P} \cdot \frac{dP^*}{P^*}$$

و $\frac{\partial}{\gamma}$: هو ثابت.

إن ما يمكن ملاحظته من المعادلة أعلاه، أن معدل التضخم أو مستوى الأسعار يؤثر في سعر الصرف التوازني ذلك أن سعر الصرف الأجنبي، سيرتفع بمقدار يفوق نسبة التضخم المحلي إلى مثيله الأجنبي أو أنه سينخفض في حالة بقاء معدل التضخم المحلي دون معدل التضخم المحلي دون معدل التضخم الأجنبي.

رغم أن الصيغة النقدية، كانت أكثر الصيغ النظرية التي أعطت تفسيراً مقنعاً بشأن تحديد سعر الصرف التوازني من خلال مستويات الأسعار، إلا أن الواقع المحلي يثبت عدم صحتها المطلقة.

- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية:

تعرضت هذه النظرية أكثر من غيرها من النظريات المتعلقة بسعر الصرف للعديد من أوجه النقد والتحليل والمناقشة، باعتبارها أول نظرية تضع الاقتصاديين الذين جاءوا بعد "CASSEL" على طريق تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف، وعليه فإن هذه النظرية تطرح بعض القضايا العالقة منها:

* اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة، أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات... الخ.

* طول مدة التصحيح أسعار بالنسبة للأسعار غير المحددة بالدقة، ونفس الأمر بالنسبة لسنة الأساس.

* هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري، وميزان المدفوعات خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل، وبالنسبة للأسعار وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة لنفس المتغيرين.¹

* تعتمد هذه النظرية على تعادل توتي الشراء للعملة، قوتها الداخلية، وقوتها الخارجية، والواقع أنه يوجد دائماً احتمال لتفاوت هاتين القيمتين،² فهناك تكاليف النقل، وهذه التكاليف وحدها تنسد التعادل المحتمل.

* تفترض هذه النظرية أن سعر الصرف يتأثر فقط بتغير القوة الشرائية، ولا يؤثر في القوة الشرائية المحلية، إلا أنه في سنة 1937 أثبت "P. EIMZIG" من خلال التجربة أنه حدث وأن تغير سعر الصرف ثم أعقبه تغير في القوة الشرائية في الداخل (إشكالية تحديد السبب والنتيجة).

1 قدي عبد المجيد، "مرجع سابق"، ص 119.
2 هاشم فؤاد "التجارة الخارجية والدخل القومي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1971، ص 174.

* إن نظرية تعادل القوة الشرائية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية، وليس بكامل ميزان المدفوعات.

* تعتمد هذه النظرية أنه يمكننا تقدير معدل التضخم في كل البلدان بغض النظر عن تطور الأنظمة الإحصائية والإعلامية.

* تتوفر السلطات الاقتصادية على وسائل أخرى يمكن بواسطتها التأثير على عجز ميزان المدفوعات.

* وجود بعض السلع والخدمات التي لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية لعدة اعتبارات، ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بين أسعارها.¹

* هناك عوامل أخرى مؤثرة على تحديد أسعار الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة... الخ.²

* هناك مشكل التمييز بين المتغير التابع من المتغير المستقل، ذلك أن نظرية تعادل القوة الشرائية تفترض مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع، إلا أنه يمكن أن نلاحظ بأن التغيرات في أسعار الصرف، تؤدي إلى إحداث تغيرات في مستوى الأسعار.

إلا أنه بالرغم من ذلك فإن حساب أسعار الصرف الاسمية الفعلية لعملة ما، في مختلف الفترات، اعتباراً لكون الدول تقوم بالمعاملات الدولية مع شركاء عديدين، يمكن الدولة من تقدير ما إذا كانت عملتها مقومة بشكل أعلى أو أقل بالنظر إلى تعادل القوة الشرائية.

1 PEYRARD. JOSETTE «Risques du change » OPCIT, P87.

2 حمدي عبد العظيم "مرجع سابق"، ص49.

ورغم كل الانتقادات السابقة فإن هذه النظرية، لا تزال مرجع الكثير من الاقتصاديين الذين يتناولون سعر الصرف بالدراسة والتحليل سواء بالأسلوب التحليلي أو القياسي، ومن ثم يمكن الاعتماد عليها لمعرفة تقدير تقريبي لسعر الصرف، يستند على تفاوت القوة الشرائية من دولة إلى أخرى.

ومنه يتوقف نجاح نظرية تعادل القوة الشرائية على:

- سيادة حرية التجارة الدولية، ذلك أن وجود القيود من شأنه تشويه الأسعار.

- سيادة حرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى، وعدم إخضاع ذلك لنظم الرقابة.

2- نظرية تعادل أسعار الفائدة.

- تقديم النظرية:

نظرية تعادل أسعار الفائدة تسعى للكشف عن الصلة الموجودة بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف، في الواقع إن أي اختلاف بين معدلات الفائدة في بلدين اثنين، ينتج عنه سواء تحسن أو تدهور للعملة المحلية نسبة إلى العملة الأجنبية.¹

في الربع الأخير من سنة 1960 وبداية 1961، عندما انخفضت قيمة الجنيه الإسترليني قامت إنجلترا في جويلية 1961، باتخاذ إجراءات عدة من بينها الرفع في سعر الخصم من 5% إلى 7% فنتج عن ذلك تحسن في قيمة الجنيه.²

وقبل التطرق إلى عرض نظرية تعادل أسعار الفائدة، نقوم بتعريف كل من السعرين المحددين لهذه النظرية.

- سعر الصرف الآجل:

1 : BERNARD QILLOCHON, « Economie internationale » édition DUNOD ; 2ème édition. P182.

2 : FRIEDRICH ; k ; « International economies » : concepts and issues New-York. Me gram – Hill Book. Company; 1974. p286.

"وهو عبارة عن سعر متفق عليه اليوم، لشراء أو بيع كمية معينة من الصرف الأجنبي، في تاريخ لاحق معين"،¹ وتتحكم فيه عدة عوامل منها:

* عرض وطلب العملات الأجنبية.

* مراقبة الطلب الأجنبي.

* المضاربة.

- سعر الصرف الآني (العاجل):

"وهو سعر الصرف الأجنبي المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل التسليم في الحال"،² وهناك عدة عوامل تتحكم فيه منها:

* أسعار الفائدة.

* معدلات التضخم.

* موازين المدفوعات.

* المعلومات الاقتصادية والسياسية.

- عرض نظرية تعادل أسعار الفائدة: P.T.I.

حسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي، عند توظيفهم للأموال في دول أين يكون معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني، وسعر الصرف الآجل، ويمكن أن تتم العمليات على النحو التالي:

1 : MAURICE DEBEAUVAIS et YVON SINNAH ; Op Cit ; P219.

2 : PAUL GRANDJEAN ; Op. Cit. P07.

يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم (M) في السوق المحلي لمدة سنة مثلا، ويحصلون في النهاية على $M(1+i_d)$ ، حيث (i_d) هو معدل الفائدة، يجب أن يكون هذا المبلغ مساويا، حسب هذه النظرية للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملات صعبة أجنبية بسعر الصرف الآني (نقدا)، وتوظيفها في الأسواق الأجنبية. بمعدل فائدة (i_e) ، وإعادة بيعها لأجل بشكل يمكن من الحصول مجددا على مبلغ بالعملة المحلية.

ويمكننا أن نعبر عن ذلك رياضيا كما يلي:

$$M.(1+i_d) = \frac{M}{C_c}(1+i_e).C_a \quad [25]$$

حيث أن:

C_c : سعر الصرف العاجل.

C_a : سعر الصرف الآجل.

i_d : سعر الفائدة المحلي الاسمي.

i_e : سعر الفائدة الأجنبي الاسمي.

المعادلة [25] تؤدي إلى أن:

$$\frac{C_a}{C_c} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \quad [26]$$

وبطرح [25] من طرفي المعادلة [26] نحصل على:

$$\frac{C_a}{C_c} - 1 = \frac{1+i_d}{1+i_e} - 1 \quad [27]$$

أو:

$$[28] \quad \frac{C_a - C_C}{C_C} = \frac{i_d - i_e}{1 + i_e}$$

وإذا كان i_e معدل الفائدة الأجنبي قيمته صغيرة جدا يمكن كتابة المعادلة [28]

$$[29] \quad \boxed{\frac{C_a - C_C}{C_C} = i_d - i_e}$$

وكما هو ملاحظ فإن هذه النظرية تسمح بربط السوق النقدي الوطني بسوق الصرف الأجنبي.

3- تقييم نظرية تعادل أسعار الفائدة:

رغم الايجابيات التي تمتاز بها هذه النظرية إلا أنها تعرضت لبعض الخصائص منها:

- إن معدلات الفائدة لا تمثل عاملا مهما في توجيه طريقة وسلوك المحكمين.
- يمكن أن تحدث عملية المضاربة آثار تذبذبية.
- يمكن أن توجد حواجز تعيق تحركات رؤوس الأموال (الرقابة على الصرف).
- المحكمين لا يمكنهم القيام بعملية التحكيم مثلما تفترضه هذه النظرية.

3- نظرية كفاءة السوق:

يطلق مصطلح الكفاءة على الأسواق التي تتوافر على المعلومات الكاملة حول التقدير بالمستقبلي للأسعار، وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز الموازي، معدل التضخم... الخ.

وبناء عليها يتم تحديد سعر الصرف المتوقع، مع توافر مبدأ أو العقلانية للأعوان المتعاملين في السوق.¹

في السوق الكفاء:

- كل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية والآجلة.

- تكاليف المعاملات ضعيفة.

- تغيرات أسعار الصرف عشوائية.

وهذا يؤدي إلى النتائج التالية:

- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب.

- التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر من دون موارد على السعر الآني.

ويكون سعر الصرف المتوقع في ظل سوق الصرف ذو كفاءة مسار لسعر الصرف الآجل بالنسبة لنفس فترة الاستحقاق، وتظهر بموجب ذلك عملية التحكيم بفائدة التي تعبر عنها رياضياً كما يلي:²

$$[30] \quad \frac{e_{t+1}^a - e_t}{e_t} = \frac{e_a - e_t}{e_t} = i - i^*$$

حيث أن:

e_{t+1}^a : سعر الصرف المتوقع.

e_a : سعر الصرف الآجل.

i : سعر الفائدة المحلي.

1 YVES SIMON ; SAMIR MENAI ; « Technique financières international » édition economica ; PARIS 1998. P187.

2 YVES SIMON ; SAMIR MENAI ; OP CIT . P187.

i^* : سعر الفائدة الأجنبي.

وفي حالة كفاءة السوق يكون:

$$[31] \quad e_a = e_{t+1}^a$$

حيث أن:

إلا أن هناك جدالا قائما اليوم، بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفأه نسبيا، وهذا ما أدى إلى القيام بعدة اختبارات لإثبات ذلك، أظهر بعضها (اختبارات GIDDY و DUFÉ على التوالي في سنة 1975 وسنة 1976) كفاءة السوق، في حين أن البعض الآخر (دراسات HUNT 1986) ودراسات (كيري و ماك دونالد 1989). يؤكد عدم كفاءة سوق الصرف نسبيا في الوقت الذي يعتقد فيه الممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.

4- نظرية الأرصدة (حالة ميزان المدفوعات):

- تقديم النظرية:

تقوم هذه النظرية على أساس أن سعر الصرف عملة دولة ما، يتحدد وفق حالة ميزان مدفوعاتها، فإذا حقق ميزان المدفوعات عجزا بمعنى رصيدا سالبا، فهذا يدل على زيادة الكميات المعروضة من العملة المحلية، مما ينتج عنه انخفاضا في قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عندما يحقق ميزان المدفوعات فائضا، أي رصيد موجب، فهذا يعني ارتفاع الطلب على العملة المحلية، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية.¹

1 نعمان سعدي "سياسة الصرف في إطار برامج التصحيح الهيكلي لصندوق النقد الدولي"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية) جامعة الجزائر 1998، ص18.

ويستدل البعض على صحة هذه النظرية من خلال تجربة ألمانيا مع المارك خلال الحرب العالمية الأولى، بحيث أنه رغم الزيادة المعتبرة في كمية النقود المتداولة وسرعة تداولها وارتفاعها، فإن العملة الألمانية لم تتأثر، ولم تعرف قيمتها الخارجية الانخفاض، والسبب في ذلك هو تعادل جانبي ميزان المدفوعات، الذي مكن ألمانيا من عدم اللجوء إلى الواردات.

2- الانتقادات:

تتميز هذه النظرية بالتعقيد، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية النسبية، كمحدد هام لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل.¹

5- نظرية مستوى الإنتاجية:

يرى أصحاب هذه النظرية أنه من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي والاستقرار النقدي للدولة يجب أن يسير سعر الصرف في نفس اتجاه القوى الإنتاجية لهذه الدولة، باعتبار أن لحجم وكفاءة الجهاز الإنتاجي، الأثر البالغ في تحديد سعر صرف العملة المحلية.²

فكلما ازدادت إنتاجية القطاعات المختلفة للاقتصاد الوطني كلما ازدادت حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل قصد الاستثمار، ومنه الطلب على العملة المحلية، وبالتالي تحسين سعر صرف العملة، ويحدث العكس تماما في حالة انخفاض الطلب على العملة المحلية، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمة العملة.

وتشير هذه النظرية إلى ضرورة تقويم العملة المحلية، بالشكل الذي يناسب مستوى إنتاجية الاقتصاد الوطني في قطاعاته المختلفة، وإلا انعدم أو اختل التوازن الاقتصادي

1 تومي ربيعة "نمذجة قياسية لسعر الصرف الاسمي في المدى الطويل باستعمال طريقة التكامل المشترك"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية)، جامعة الجزائر، 2001.
2 الحريري محمد خالد "الاقتصادي الدولي"، جامعة دمشق، سوريا 1977، ص120.

المنشود، ففي حالة انخفاض مستوى الإنتاجية مع تحديد سعر صرف العملة المحلية بقيمة مبالغ فيها، أي مقدرة بقيمة أكبر من قيمتها الحقيقية، فينشأ عن ذلك ارتفاع الأسعار المحلية لانخفاض الإنتاج، وانخفاض الصادرات بسبب ارتفاع قيمة العملة، هذا إلى جانب زيادة طلب المواطنين على السلع الأجنبية مما يؤدي في نهاية الأمر إلى حدوث أو تفاقم العجز في ميزان المدفوعات، وهي الوضعية التي عرفتها ألمانيا سنة 1924.

أما في حالة قوة الاقتصاد الوطني العملة، فأقل من قيمتها الحقيقية، من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع في أسعار السلع والخدمات، وحدث التضخم كنتيجة لارتفاع الطلب الأجنبي على هذه الأخيرة، وهي الوضعية التي عرفتها الهند بعد الحرب العالمية الثانية، أين ارتفعت كفاءتها الإنتاجية مع تثبيت سعر الروبية على أساس الجنيه الإسترليني.

6- نظرية المرونات.: La Théorie des élasticités.

تفسر هذه النظرية التغير الكبير لسعر الصرف الحقيقي، على أنه راجع إلى ضعف المرونات السعرية للتجارة الخارجية.¹

ولقد حاول الاقتصاديون فيما بعد الحرب العالمية الثانية،² رفع مرونة التجارة الخارجية بربط المعاملات التجارية بين الدول بعملة الذهب التي تجعل من سوق الصرف أكثر استقراراً، النظام السائد في تلك الفترة كان موافقاً لهذه النظرية.

وقد طور "ألكسندر" هذه النظرية، بإدخال الناتج عن المرونات على الدخل، فمثلاً دولة انخفضت صادراتها، فإن التعديل الواجب حدوثه في ميزان المدفوعات لا يحدث إضافة إلى انخفاض الدخل، واعتبر "كروغمان"،³ أن التغير الكبير في أسعار الصرف ناتج عن عدم استجابة أسعار الصادرات للتغيرات الحادثة في الأسعار المحلية، وإلى تغير

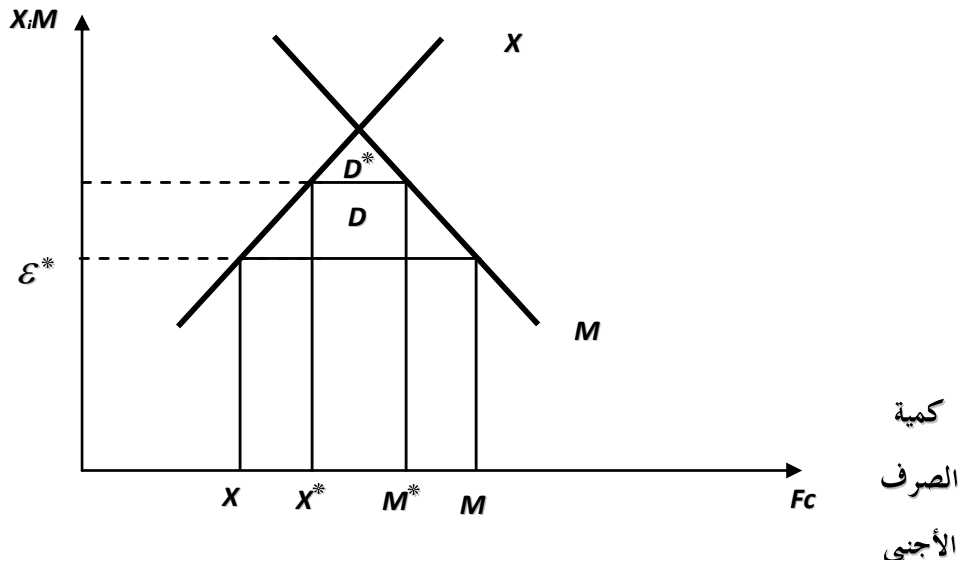
1 J. ROBINSON « Essays in the theory of employment » Blakvell 1947. P31.

2 A. BENASSY « Comment se fixent les taux de change ? un bilan économie et prévision. 107 (1993) », PP. 37.62.

3 S.S. ALEXANDER. « Effects of devaluation on a trade balance » IMF STAFF PAPERS 1952. vol 2, P263-278.

الاستثمارات في القطاع الإنتاجي المخصص للصادرات لكون هاذين السببين يضعفان من مرونة الصادرات والواردات بحيث ولا يتحقق شرط "مارشال ليرنر" في المدى القصير.

يقيس مفهوم المرونات سعر الصرف التوازني، الذي يعطي ميزانا تجاريا متوازنا، ويحدد سعر الصرف التوازني على أساس المعدل الذي يكون فيه سوق الصرف متوازنا، أو عند مستوى مستدام مقبول من الاختلال (D^*) في الميزان التجاري.



الشكل: (1-1) يوضح تحديد سعر الصرف التوازني وفق نظرية المرونات.

المصدر: العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، "سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23 نوفمبر 2003. المعهد العربي للتخطيط، الكويت".

إذا كان الميزان التجاري عند (D) فإن سعر الصرف الحقيقي يكون أقل من سعر الصرف التوازني.

ويمكن حساب المستويات التوازنية للصادرات (X^*) والواردات (M^*) كما يلي:

$$[20] \quad \frac{X - X^*}{X} = \varepsilon_E \cdot \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

$$[21] \quad \frac{M - M^*}{M} = \varepsilon_M \cdot \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

التغير الضروري في الميزان التجاري والتغير في سعر الصرف:

$$[22] \quad \begin{aligned} D - D^* &= (M - M^*) - (X - X^*) \\ D - D^* &= (\varepsilon_E \cdot E - \varepsilon_E \cdot M) (\varepsilon^* - \varepsilon) / \varepsilon \end{aligned}$$

ومنه يمكن إيجاد حل للمعادلة، وحساب سعر الصرف التوازني كالتالي:

$$[23] \quad \varepsilon^* = \varepsilon [1 + (D - D^*) / (\varepsilon_E \cdot X - \varepsilon_M \cdot M)]$$

بما أن:

$\varepsilon_M < 0$ فإن المقام دائما موجب، ومنه تخفيض العجز في الميزان التجاري.

$D - D^* > 0$ يتطلب تخفيض (رفع) سعر الصرف الحقيقي.

هذه المعادلة يمكن أن تستعمل لحساب سعر الصرف التوازني الاسمي:

$$[24] \quad e^* = e [1 + (D - D^*) / (\varepsilon_E \cdot X - \varepsilon_M \cdot M)]$$

تتطلب هذه المعادلة معرفة (D^*) ، مستوى العجز القابل للاستدامة.

وكذلك مرونة الصادرات والواردات، أو باستعمال قيم معروفة في الأدبيات

الاقتصادية $(\varepsilon_M = X \cdot \varepsilon_E = 1)$.

7- نظرية فقاعات المضاربة العقلانية:

يقصد بفقاعة المضاربة الفجوة الدائمة بين سعر الصرف وسعر الأصول المالية وقيمتها التوازنية المتعلقة بالمحددات الاقتصادية الأساسية من التضخم، معدل الفائدة، ميزان المدفوعات وتأثير ميكانيزمات البورصة على النمو الاقتصادي..... الخ.

ويطلق مصطلح فقاعة على هذه الظاهرة كون هذه الفجوة تميل دائما نحو التضخم أو الانتباج بمقدار معين:

$$E = E^* + B$$

حيث:

E: سعر الصرف في السوق

E*: سعر الصرف التوازني.

B: هي فقاعة المضاربة معبرا عنها بالفجوة أو الانحراف عن القيم التوازنية.

ومن أهم الدراسات التي تطرقت إلى هذه النظرية دراسات Blanchard et Watson 1984 التي أكدت أن فقاعات المضاربة يمكن أن تكون متنسقة مع فرضية فعالية أسواق الصرف خاصة فيما يتعلق بالتوقعات العقلانية وقد عرفت هذه النظرية بعض النجاح فيما يخص التجربة الحديثة لتحريك الأسواق.

ونظرية فقاعات المضاربة العقلانية نظرية وثيقة الصلة بالمعلومات المتاحة حول سوق الصرف ولهذا يوضح krugman 1986 أن فقاعات المضاربة الملاحظة للدولار سنة 1980-1985 نتجت عن كون السوق لم يحدد جيدا حساباته وان المتعاملين لم يقدروا جيدا المعلومات المتاحة لمعرفة اتجاه تقلب الدولار خاصة مع وجود عجز ميزانية كبير للولايات المتحدة في تلك الفترة.

ومسار الفقاعة يكون كما يلي:

معظم المتعاملين يتوقعون تقدير للعملة المعنية دون الأخذ في الحسابان متغيرات التضخم وسعر الفائدة ورصيد ميزان المدفوعات ويستنتجون مزيد من الطلب على هذه العملة في ظل سعر الصرف السائد.

مما يغير اتجاه أسعار الصرف ويبعدها عن قيمها الأصلية من خلال تضخيم الفجوة ما بين سعر الصرف التوازني وسعر الصرف المتوقع.¹

كما يمكن لهذه الفجوة أو الفقاعة أن تنفجر في حالة المضاربة غير العقلانية.

المطلب الثالث: سياسات الصرف

إن السياسة الفعالة لسعر الصرف تنفذ عن طريق البنك المركزي وذلك بتدخل السلطات النقدية الوطنية بثلاث طرق أو ثلاث أدوات وتختار الطريق الأمثل في زمن معين من خلال الظروف الاقتصادية وهذه الطرق هي:

- التنظيمات القانونية الخاصة بالصرف.

- التعديل في القوة الشرائية للعملة أي إما تخفيض العملة أو رفع قيمة العملة (إعادة تقييم العملة).

- تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف أو ما يعرف بسياسة السوق المفتوح.

1- الرقابة على الصرف:

1- مفهوم الرقابة:

إن لب فكرة سياسة الرقابة على الصرف يتجسد في كيفية التوزيع الأمثل لكمية الصرف الأجنبي الذي تحصل عليه الدولة على وجوه الطلب الممكنة، بحيث يصاحب هذه السياسة رقابة صارمة على الواردات والصادرات وبالتالي تحقيق المساواة بين عرض الصرف الأجنبي والطلب عليه وكذا الرقابة على حركة رؤوس الأموال.²

¹ رمضان محمد "إدارة سعر الصرف ودورها في جذب رأس المال الأجنبي" جامعة أبو بكر بلقايد 2005-2006 ص 15.
² رمضان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

ويعتبر مفهوم الرقابة على الصرف كأحد الوسائل الفنية في الرقابة المباشرة على المدفوعات الدولية كما أن الرقابة على الصرف الأجنبي مصطلح يطلق على "مجموعة القواعد التي تضعها السلطة العامة في الدولة لتنظيم عرض وطلب الصرف الأجنبي والشروط التي تحددها من أجل فرض سعر معين".

واضطرت كثير من الدول في الفترة ما بين الحربين خاصة بعد أزمة الكساد الكبير 1929-1933 إلى اللجوء إلى سياسة الرقابة على الصرف وقد بدأ هذا النظام في ألمانيا وأوروبا الوسطى والشرقية ودول أمريكا اللاتينية وذلك من أجل مواجهة عجز ميزان المدفوعات.

2- كيفية الرقابة على الصرف:

إن مراقبة الصرف وتنظيمه يعتبر من اختصاصات البنك المركزي وهو يسعى إلى:

- الإبقاء على سعر صرف العملة الوطنية مرتفعا.

- الإبقاء على سعر صرف العملة الأجنبية منخفضا بالقياس للعملة الوطنية الأمر الذي يحد من صادرات البلد المعني.

- الإبقاء على مستوى المعاملات الدولية منخفضة للحفاظ على إيرادات العملة الصعبة.

ويعتمد البنك المركزي على جملة من الأساليب والوسائل التي تقلل من حجم واستخدامات الصرف الأجنبي.

2-1- الأساليب المباشرة :

- التدخل المباشر للبنك المركزي: وهنا يلجأ البنك المركزي مباشرة إلى التدخل في سوق الصرف للتأثير على عرض وطلب العملة الوطنية لتثبيت سعر الصرف عند المستوى المرغوب فيه.

فعندما تود السلطات النقدية رفع سعر الصرف الأجنبي تحاول امتصاص السيولة الفائضة من العملة الوطنية في سوق النقد وذلك من خلال شراء العملة الوطنية والعكس إذا أراد البنك المركزي خفض سعر الصرف فيزيد من السيولة داخل السوق النقدي وذلك ببيع العملة الوطنية.

- تعدد أسعار الصرف: ترجع فكرة أسعار الصرف إلى ألمانيا حيث فرضت على الأجانب بيع حقوقهم وفقاً لأسعار صرف مختلفة بحسب الغرض الذي تستخدم فيه هذه الحقوق ولذلك وجدت عدة أنواع من المارك لها أسعار مختلفة.

ونظام تعدد أسعار الصرف يعتبر مظهر من مظاهر التمييز في الأثمان وذلك يثبط قطاع عمل معين على حساب آخر وتحديد نوع الواردات وحجمها.

2-2- الأساليب غير المباشرة :

وهنا تتدخل السلطات غير مباشرة للرقابة على سعر الصرف.

- رفع سعر الفائدة: وهو يزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لداخل البلاد وبالتالي تحسن قيمة العملة الوطنية إلا أن هذه السياسة لا يمكن أن تكون فعالة إذا لم يتوفر شرط حرية رؤوس الأموال وعلى أن لا تتعدى أسعار الفائدة مستويات معينة وإلا أثر ذلك على الاستثمار وقطاع الأعمال الوطنية.

- تقديم إعانات للتصدير: وفي هذه الحالة تحدد الدولة أرصدة معينة لدعم الصادرات وذلك بغرض تنشيطها وزيادتها النسبية مقارنة مع الواردات وبالتالي زيادة الطلب على العملة الوطنية مقارنة مع عرضها وبالتالي رفع سعر الصرف.

- نظام الحصص: وتعود فكرة نظام الحصص لفرنسا ويكون بفرض قيود على الواردات وتقليل الإنفاق على هذه الأخيرة وذلك عن طريق رفع الرسوم الجمركية وزيادة الضرائب على الواردات.

3- أهداف الرقابة على سعر الصرف:

لعل من أهم هذه الدوافع التي تجعل الدولة تتبنى نظام الرقابة على الصرف الرغبة في تحقيق إحدى الأهداف التالية:

- محاربة ظاهرة هروب رأس المال: ويعتبر خروج رؤوس الأموال ظاهرة خطيرة على الاقتصاد الوطني ومعالجتها تستدعي السرعة وبما أن السياسة النقدية والسياسة التجارية تأثيرهما بطيء فإن الرقابة على الصرف تعتبر وسيلة التدخل المثالية في مثل هذه الظروف.

- الحفاظ على الموارد المتاحة: وذلك بالاقتصاد في كمية العملة الصعبة للبلاد قصد الانتفاع بها في مجالات أو أوقات أخرى.

- معالجة عجز ميزان المدفوعات: وذلك إما بمعالجة العجز أو الوقاية منه عن طريق تحسين الميزان التجاري والحد من الاستهلاك التظاهري وهو ما ينتشر خاصة في الدول النامية ويقصد بالاستهلاك التظاهري الاتجاه نحو استيراد السلع الغير أساسية الذي يمثل استنزافا للصرف الأجنبي وبالمقابل تخصيص الموارد المتاحة من الصرف للواردات الأساسية.

- حماية الصناعة الوطنية: من خلال إعطاء الصناعة الوطنية ميزة نسبية وسعر أقل نسبياً وتنافسي بالنسبة للصناعات الأجنبية.

- المحافظة على استقرار سعر الصرف: وهو من أهم أهداف الرقابة على الصرف ويتجلى في مراقبة عمليات المضاربة.

- مساعدة الدولة على تسديد ديونها: بما أن الرقابة على الصرف تساعد الدولة على توفير العملة الصعبة مما يجعلها في وضعية مالية مريحة تعطيها الفرصة للتسديد المنتظم لديونها الخارجية.

2- نظرية تخفيض قيمة العملة:

- ماهية وأسباب اللجوء للتخفيض:

يعتبر تغيير قيمة العملة أحد الأدوات الاقتصادية لمواجهة الأزمات المالية وإعادة التوازن لميزان المدفوعات ويتمثل في تخفيض قيمة العملة أو الرفع من قيمتها، لكن في الواقع قلما تلجأ الدول لرفع قيمة عملاتها بل في معظم الأوقات تلجأ لتخفيض قيمة العملة وذلك كوسيلة للتغلب على بعض مشاكلها الاقتصادية وعلى الأخص فيما يتعلق بميزان المدفوعات ويؤدي تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية إلى جعل أسعار منتجاتها رخيصة بالنسبة للمقيمين في الخارج مما يشجعهم على الإقبال عليها فترتفع صادرات الدولة وتقل وارداتها.

- الأهداف المرجوة من التخفيض:

إن تخفيض قيمة العملة ينتج عنه أثرين هامين أولاهما يتعلق بسعر الصادرات والواردات والثاني بحجمهما، وفي الحقيقة فإن أهداف تخفيض قيمة العملة تنقسم إلى ثلاث أهداف رئيسية خلال ثلاث مراحل.

(أ) في المدى القصير (أقل من سنة): تقليل ومعالجة العجز في الميزان التجاري وذلك أن قيمة الواردات تقل مقارنة بالصادرات وبالتالي تسجيل رصيد موجب في الميزان التجاري.

(ب) المدى المتوسط (بين سنة وأربع سنوات): زيادة القدرة التنافسية للسلع الوطنية.

(ج) المدى الطويل (أكثر من أربع سنوات): تسجيل أرصدة موجبة من احتياطات الصرف الأجنبي تستعمل لمواجهة الصدمات المالية المستقبلية.

- شروط نجاح عملية التخفيض:

من أهم شروط عملية التخفيض ما يلي:

- أن لا يقابل إجراء الدولة بنفس الإجراء من الدول الأخرى، فإذا قامت دولة ما بتخفيض من قيمة عملتها وقام بالمقابل شركاؤها التجاريون من الدول الأخرى بنفس الخطوة فإن هذا لا يزيد سوى من مستوى الأسعار دون أن يحفز الواردات تجاه الدول الأخرى.

- مرونة العرض: أي أن أسعار المنتجات الوطنية تنخفض في الأسواق الأجنبية.

- مرونة الطلب: الطلب الداخلي على المنتجات الأجنبية يبقى ثابتاً أو يميل نحو الانخفاض.

- عدم ارتفاع الأسعار الداخلية.

- عدم ارتفاع الطلب الداخلي.

- عدم إعاقة التطور التقني وعدم انخفاض الإنتاجية.

3- سياسات الوقاية من أزمات الصرف.

- ماهية أزمة الصرف:

كل أزمة صرف تبدأ بشك في أن سعر الصرف سوف يتغير بصورة سلبية مفاجئة، فان سجل الميزان التجاري للبلد تدهورا حادا فانه يؤثر سلبا على الرصيد العام لميزان المدفوعات، وخاصة إذا صاحب ذلك تناقص حاد في دخول رؤوس الأموال الاستثمارية الأجنبية أو خروج حاد لها وفي هذه الحالة يخلق ضغطا كبيرا على شبك البنك المركزي للطلب على العملة الصعبة مما يولد انخفاضا مفاجئا ومعتبرا من قيمة العملة الوطنية.

إضافة إلى انخفاض قيمة العملة فان البنك المركزي يكون في وضعية محرجة لأنه يعجز عن مواجهة الطلب المتزايد على العملة الأجنبية أو لا يريد ذلك بغية الحفاظ على احتياطي الصرف الموجود لديه وقد يعجز في هذه الحالة حتى عن إعادة تمويل البنوك الثانوية أو التجارية مما قد يخلق مشكلة في السيولة.

وحسب الاقتصادي (1979) krugman فان أزمة الصرف تنجم بصورة أساسية وحتمية عن النقص في احتياطات الصرف والعجز التجاري الخارجي والتضخم، وتحدث هذه الظواهر السالفة الذكر مع تسجيل ميزان المدفوعات لعجوزات متتالية.

- هجمات المضاربة:

تعتبر هجمات المضاربة على العملة من أهم الأسباب التي تؤدي إلى إحداث أزمة في الصرف وبالتالي إحداث أزمة مالية بكل مظاهرها، ومن أهم وأحدث هذه الدراسات الاقتصادية التي تطرقت لهجمات المضاربة بالتحليل، دراسة الاقتصادي krugman(1979)¹، وفحوى هذه الدراسات تتلخص فيما يلي:

¹-رمضاني محمد "إدارة سعر الصرف ودورها في جذب رأس المال الأجنبي دراسة حالة الجزائر" 2005-2006، ص21.

- أن أزمة ميزان المدفوعات وأزمة الصرف تنتج عنها تغيرات أساسية في الاقتصاد، وخاصة إذا كانت السياسات الاقتصادية للدولة غير قادرة على الحفاظ على النظام.

وقد وضع krugman لهذه الدراسة فرضيتين هامتين تتعلقان بسلوك البنك المركزي هما:

- أن البنك ينتهج سياسة توسعية تستهدف الاقتراض الداخلي.

- أن البنك يحافظ على سعر صرف معين ولكن يترك سعر الصرف عائماً إذا وصلت احتياجات الصرف إلى الصفر.

وبما أن الأعوان الاقتصاديين لهم توقعات عقلانية فإنهم يتوقعون التخلي عن سعر الصرف الثابت إذا أصبح رصيد احتياطي الصرف يساوي الصفر.

وعندئذ سوف تنخفض قيمة العملة للحفاظ على التوازن الاقتصادي ويلاحظون تصرفات السلطات النقدية التي تزيد من عرض النقود وعدم توازن ميزان المدفوعات وكنتيجة لتوقعاتهم العقلانية فالأعوان الاقتصاديون سوف يميلون نحو شراء العملة الصعبة مما يولد هجمات مضاربة قاسية على العملة الوطنية، وتصبح أمام حالة من التناقض في السياسة النقدية للسلطات التي تحاول الحفاظ على سعر الصرف.

إلا أن هناك دراسة حديثة حول هجمات المضاربة وأصل أزمات الصرف قدمت من طرف Barry (1994) Eichengreen¹ جاءت لتخالف رأي krugman حول أصل

أزمة الصرف وفحوى الدراسة ما يلي:

¹ Eric M.P. chiu, Aparnard angkinand : " testing the unstable middle and tow corners hypotheses", Annual meeting of the international studies association, Hawaii, March, 2005, p02.

- هجمات المضاربة التي هي أصل أزمة الصرف لا تنتج عن السياسة الاقتصادية المتبعة بل إن الهجمات تنتج عن المبدأ التالي:

- إن التوقعات العقلانية للأعوان الاقتصاديين تفرض على السلطات النقدية انتهاج سياسة لصد الهجمة المضاربة ولكن في ظل وجود حالة من التدهور الاقتصادي، تصبح السياسة الاقتصادية غير قابلة للتصديق لدى الأعوان مما يزيد من حدة المضاربة، خاصة في ظل وجود مستويات عالية من البطالة وبالتالي فتوقعات الأعوان تتجه في الفترة المقبلة إلى أن السلطة سوف تلجأ لتخفيض العملة مما يفتح أبواب المضاربة على مصراعيها لصالح الدولة المحلية مما يساعد على تحسن قيمة العملة إلى غاية إعادة احترام شروط نظرية تعادل القوى الشرائية.

وخلاصة هذه النظرية أن عدم التوازن في سوق الصرف لا يعالج عن طريق تنظيمات بل يعود التوازن في المدى الطويل تلقائياً.

كما تمثل هذه النظرية مرجعاً هاماً لدراسات سعر الصرف المعوم وذلك من خلال ما توفره من إطار تحليلي لحركات سعر الصرف.

والأمر الذي يعاب على هذه النظرية إهمالها المطلق لتوقعات الأعوان الاقتصاديين وافترضها أن توقعاتهم في المدى الطويل غير ممكنة، مما يدفع بهم إلى إعادة تعديل محافظهم المالية وإعادة توازن سعر الصرف في المدى الطويل.

المبحث الثاني: أسواق الصرف.

بعد الحديث عن أساسيات مفهوم سعر الصرف فإن هذا المفهوم لا يمكن أن يتجسد في الفراغ بل لا بد من فضاء تباع وتشتري فيه العملات الأجنبية، وهذا ما سنحاول دراسته في هذا المبحث الذي يتضمن بنية وأساسيات أسواق الصرف وهو يحتوي على ثلاث مطالب.

يتعلق المطلب الأول ببنية وهيكل أسواق الصرف من خلال عرض أهم المتعاملين في السوق وطرق تسعير الصرف وذكر أهم عمليات السوق.

أما المطلب الثاني فسنخصصه لأخطار أسواق الصرف وأهم تقنيات التغطية التي تمكن المتعاملين في هذا السوق من تجاوز وتدارك هذه الإخطار.

في حين نخصص المطلب الثالث لنظرية فعالية الأسواق التي تعتبر نظرية حديثة نسبياً، ولا مناص من ضبط مفهومها وأهم شروطها.

كما يجب الإشارة إلى أنه رغم بقاء منهج الدراسة في هذا المبحث المنهج الوصفي نظراً لطبيعته النظرية إلا أنه يستعان في كثير من الأحيان بالاستدلال والاستنتاج نظراً لوجود عامل الزمن في عمليات المضاربة، وكذا التطرق في جزء كبير في هذا المبحث للأسواق الآجلة مما يجعلنا أمام حالات من عدم التأكد.

المطلب الأول: بنية وآليات أسواق الصرف.

لكي يقوم المتعاملون الاقتصاديون بتسوية معاملاتهم التجارية فإنهم يحتاجون في كل وقت إلى بيع وشراء العملات الأجنبية وسوق الصرف هو الذي يوفر لهم هذه الخدمة فما هو سوق الصرف؟

1- تعريف سوق الصرف.

يمكن تعريف سوق الصرف كالآتي:

- سوق الصرف هو السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء و بيع العملات الأجنبية.¹

- سوق الصرف هو الإطار المؤسسي الذي يتم من خلاله بيع إحدى العملات مقابل

شراء عملة أخرى.²

- سوق الصرف هو الوسيلة التي يتم بواسطتها شراء و بيع العملات الأجنبية

المختلفة، بمعنى تسهيل استبدال العملة الوطنية بالعملات الأجنبية.³

وبالتالي فإن سوق الصرف هو ذلك المكان أين تتبادل العملات مقابل بعضها

البعض بيعا وشراء ويتقابل طلب كل عملة مع عرضها، وليس للسوق مكان جغرافي

معين بل يمكن القول أن أبعاده المكانية أصبحت تمثل كل الكرة الأرضية.

2- المتعاملون في أسواق الصرف.

يمكن التمييز بين عدة متعاملين في أسواق الصرف نذكرهم كما يلي:

- المؤسسات المالية.

- المستثمرين الدوليين.

- البنوك المركزية.

- السماسرة.

- المؤسسات الأخرى.

1- قدي عبد المجيد ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2003 ، ص 107.

2- طالب محمد عوض ، التجارة الدولية نظريات و سياسات معهد الدراسات المصرفية ، الأردن 1995 ، ص 346.

3- سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم، الكتاب الثاني ، الدار المصرية اللبنانية 1994 ، ص 25.

- المؤسسات المالية:

تعتبر المؤسسات المالية المتمثلة في البنوك التجارية والهيئات المالية أو الفروع المتخصصة لمجمعات صناعية متعاملين أساسيين في سوق الصرف، فهم يتدخلون في هذه السوق إما لحسابهم الخاص أو لحساب زبون معين، فالمؤسسات المالية تستعمل سوق الصرف كمركز للربح عن طريق عمليات المضاربة أو عن طريق المراجعة أو التحكيم. ويمثل نشاط البنوك في سوق الصرف لصالح الزبائن جزء كبير من حجم المعاملات الكلي.

- المؤسسات الأخرى:

ابتداء من سنة 1990 أصبحت المؤسسات المالية غير البنكية تشكل متدخل مهم في سوق الصرف كما أن المستثمرين المؤسساتيين يعتبرون أهم متدخل في سوق الصرف، و المتمثلين في أموال الأجور، صناديق التقاعد، مؤسسات التأمين، الشركات العالمية.. الخ .

و تعتبر المعاملات التي يقومون بها في سوق الصرف ذات أهمية كبيرة نظرا لتزايد نشاط هذه المؤسسات، ففي نهاية سنة 1991 بلغت معاملات مائتي أهم مؤسسة مستثمرة (من بينها 100 أمريكية و 100 أوروبية) 600 مليار دولار، و في دراسة إحصائية كان التنبؤ بأن يصل مبلغ المعاملات لهذه المؤسسات في سوق الصرف الأجنبي حوالي 1000 مليار دولار في نهاية 1994.

هذه الأرقام تبين أهمية نشاط هذه المؤسسات في سوق الصرف الأجنبي.

- المستثمرون الدوليون:

والمستثمرون الدوليون هم أولئك الأعوان الماليين الذين يستثمرون أموالهم في محافظ مالية وكذلك المقاولين الدوليين الذين يطلبون عملات أجنبية بغرض القيام باستثمارات حقيقية داخل البلد المعني.

- البنوك المركزية:

تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لتنفيذ أوامر زبائنها(الخزينة، البنوك المركزية الأجنبية...) من جهة و من جهة أخرى لمراقبة و/أو حماية قيمة العملة المحلية.¹

و يمكن للبنك المركزي أن يؤثر على سعر الصرف من خلال قناتين هما:²

- قناة تغيير الأسعار النسبية للأصول المحلية و الأجنبية :

حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الأجنبية ، و ذلك عن طريق قيامها بشراء السندات المحلية .

- قناة التوقعات:

بما أن المتعاملين يعتقدون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر من تلك التي بحوزتهم حول أسواق الصرف، فإنهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في السوق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف، وفقا لاتجاه الحكومة ، فإذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فإن سعر الصرف ينخفض.

- السماسرة:

1 - Mondher chérif , Les taux de change , Revue banque édition , 2002 , P 38.

2- على توفيق صادق و آخرون ، السياسات النقدية في الدول العربية ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي سلسلة بحوث و مناقشات حلقات العمل ، أبو ظبي ، العدد 02 ، 1996 ص 27.

يعتبر سمسرة الصرف وسطاء نشطين يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين، و يقومون بضمان الاتصال بين البنوك و إعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع و الشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشتريّة لهذه العملات.¹

فإذا أراد أحد المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي أن يشتري أو يبيع عملة معينة، فإنه يقوم بإبلاغ السمسار المختص في هذه العملة في مكتب السمسرة، بمضمون طلبه، و يحدد له مبلغ العملة محل الصفقة، و بعدها يقوم السمسار بإخطار البنوك التي له علاقات معها على الفوز بمضمون طلب الزبون، و بعد تلقيه إجابات من البنوك المختلفة، فإنه يقوم بالاتصال بالزبون، فإذا ما تم الاتفاق على السعر و قيمة الصفقة فإن السمسار يتقاضى عمولة أو رسم السمسرة، فدور السمسار هنا هو أن يعمل كوسيط بين طرفي المعاملة (البائعين و المشتريين)، و تقريب الاتصال بينهما بسرعة و كفاءة، كما يعمل على تعجيل الحصول على المعلومات المطلوبة من البنوك في المناطق المختلفة.²

و تلعب بيوت السمسرة دورا هاما في سوق الصرف خاصة في لندن و نيويورك، و ذلك لأن جزء كبير من عمليات السوق يقوم به هؤلاء السمسرة.

و في مطلع التسعينات ظهر ما يعرف بالسمسرة الالكترونية، وهم عبارة عن شبكات الكترونية تعرض أسعار العملات الدولية المتداولة في أسواق الصرف ومن أشهرها:

- شبكة (Reuter) و التي بدأت العمل في سنة 1998 و تضم أكثر من 1000

مؤسسة مالية.

1- قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره ، ص 109.

2- مدحت صادق ، مرجع سبق ذكره ، ص 123.

- شبكة (E B S) و التي بدأت العمل في سبتمبر 1993 و تضم 144 مؤسسة مالية.¹

3- آليات عمل أسواق الصرف.

عندما نود التحدث عن آليات عمل أسواق الصرف فانه لا بد من التحدث عن تسعير الصرف وكذلك أهم العمليات التي يقوم بها السوق.

- تسعير الصرف:

إن نمط التسعير المتبع من قبل الصيارفة في سوق الصرف يقتضي وجود ثلاث تسعيرات لمعدل الصرف هي التسعيرة الأكيدة والتسعيرة الغير أكيدة والتسعيرة المتقاطعة.

أ- التسعيرة الأكيدة:

وهي سعر وحدة واحدة من العملة الوطنية مقابل ما يعادلها من العملة الأجنبية، وهذه تستعمل فقط في بعض الأماكن المالية.²

فمثلا:

1 جنيه إسترليني = 7.96 فرنك فرنسي.

فإذا أصبح 1 جنيه إسترليني يساوي 8 فرنك فرنسي، فهذا معناه أن الجنيه الإسترليني ارتفع مقابل الفرنسي وفي الحالة العكسية معناه أن الجنيه انخفض.

ب- التسعيرة غير الأكيدة:

¹ - Yves Simon , Samir mannai , Op_ Cit PP 18 -19.

² - siroen. J.M : « Finances internationales », Armand Colin, Paris,1993, p79.

في حالة التسعيرة غير الأكيدة فان التسعير يكون بعدد الوحدات من العملة الوطنية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وهذا النوع من التسعير هو الأكثر استعمالا في أسواق الصرف فمثلا:

1 دولار أمريكي = 76 دينار جزائري.

فإذا أصبح 1 دولار يساوي 80 دينارا فهذا يعني انخفاض قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والعكس.

ج- التسعيرة المتقاطعة:

وهي تستعمل في حالة الاعتماد على عملة قوية (الدولار مثلا) كعملة وسيطة بين عملتين فإذا كان:

1 دولار = 80 دينار جزائري.....1

1 دولار = 240 أوقية موريتانية.....2

فان ذلك يدفعنا إلى إلغاء عملة الدولار واستنتاج قيمة الأوقية الموريتانية مقابل الدينار الجزائري وذلك بمقاطعة المساواة 1 مع 2، وهذا يعني أن 1 دينار يساوي 3 أوقية موريتانية.

4- أهم عمليات السوق:

إن عمليات التغطية ضد أخطار الصرف وعمليات المراجعة وعمليات المضاربة من العمليات التي يتميز بها سوق الصرف دون غيره من الأسواق.

- عمليات المضاربة:

عملية المضاربة تنتج عندما يأخذ أحد المتعاملين في سوق الصرف بصفة إرادية، وضعية معينة للشراء أو البيع على أساس توقع مستقبلي.¹

وقد تطرق إلى ظاهرة المضاربة بالدراسة والتحليل عدة اقتصاديين منهم M. Friedman حيث يقول إن المضاربين يميلون نحو توازن السوق حيث يبيعون العملات عند ارتفاع أسعارها ويقومون بشرائها عند انخفاض أسعارها.

ويمكن التمييز بين نوعين من المضاربة وهما:

- المضاربة الفعالة: وهي التي توجه نحو أسعار الصرف الحالية.
- المضاربة الغير فعالة: وهي مضاربة تتعلق بعمليات الصرف المتعلقة بحركة رؤوس الأموال وحركة السلع الناجمة عن كبرى الشركات الصناعية والتجارية، ومبدأ المضاربة في كلا الحالتين واحد:
- تؤخر شراء العملات التي يحتمل انخفاض قيمتها ونعجل شراء العملات المحتمل ارتفاع أسعارها.
- نعجل بيع العملات التي يتوقع انخفاض قيمتها ونؤخر بيع العملات التي يتوقع ارتفاع قيمتها.
- وتحمل عمليات المضاربة نسبة معينة من الخطر وتتعلق نسبة الخطر المصاحبة لكل عملية بمدى صحة أو خطأ التوقعات المبنية على أساسها المضاربة.
- عمليات المراجعة أو التحكيم:

¹ - د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام: "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة" الطبعة الأولى، الأردن، دار الميسرة، 2004، ص 16-

على عكس عمليات المضاربة فإن عمليات المراجعة لا تحمل أي خطر، حيث إن المراجعة تحقق ربح على أسعار الصرف بإدخال عامل ثالث وهو معدل الفائدة وذلك كما يلي:

لنفرض أن معدل الفائدة في الجزائر $ia=5\%$ ، في حين أن معدل الفائدة في موريتانيا $im=10\%$.

البنوك الجزائرية تهتم بشراء الأوقية في الوقت الحاضر $N(DA/DM)=5$ وذلك بغرض توظيفها في موريتانيا بمعدل 10% وتبيعها في السوق الآجلة ب 5.5 .

إذن فالمراجح الجزائري يستطيع اختيار توظيف قيمة معينة مثلا $S=1000$ أوقية موريتانية في السوق الموريتاني، وبالتالي فإن العائد في المستقبل هو:

$$NT(DA/DM)(1+im)=5.5(1+0.1)=6.05 \text{ Dinars}$$

$$\text{إذن العائد في السوق الموريتاني هو: } 6050=6.05 \times 1000.$$

ويمكن للمراجح الموريتاني توظيف نفس القيمة في السوق الوطني الجزائري ويكون العائد لنفس الفترة يساوي:

$$N(DA/DM)(1+ia)=5(1+0.05)=5.25DA$$

$$\text{إذن فالعائد في السوق الجزائري هو: } 5250=5.25 \times 1000 .$$

وبالتالي يمكن القول بأن العائد على 1000 أوقية هو أعلى في السوق الموريتانية منه في السوق الجزائرية، كنتيجة لذلك فإن المراجح سيحول رؤوس الأموال من السوق الجزائرية نحو السوق الموريتانية.

5- عمليات التغطية ضد الأخطار:

إن سوق الصرف يتميز بجملة من الأخطار ومقابل هذه الأخيرة نجد داخل هذا السوق مجموعة من تقنيات التغطية ضد أخطار الصرف التي هي:

- خطر القروض: وينتج عندما يفترض المتعامل الاقتصادي مبلغ معين مقابل معدل فائدة معينة وسعر صرف محدد. وفي زمن الاستحقاق يتغير سعر الصرف على العملة التي افترض بها مما يحمل المتعامل خسائر صرف قد تكون كبيرة.

- خطر الاستغلال: وهو يتعلق بالقائمين على وسائل الإعلام الآلي والتنظيم وكافة الأخطاء الناجمة عن عمليات التسيير اليومية في السوق.

- الخطر المالي: ويرتبط الخطر المالي بالخسائر المحتملة على رأس المال الموظف أو المقترض مقابل التغييرات في أسعار الصرف.

المطلب الثاني: خطر الصرف وتقنيات تغطيته

إن التغييرات التي تحدث لسعر الصرف ينجم عنها نوعين من الأخطار:

- خطر الصرف المحاسبي.

- الخطر الاقتصادي للصرف.

1- المفاهيم العامة لأخطار سعر الصرف

- تعريف خطر الصرف:

" يمكن تعريف سعر الصرف على أنه قيمة الخسائر الناجمة عن التغييرات في سعر

الصرف للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية"¹

¹ Michel Juran : « techniques financières internationale» eddunod, paris, 2003.

كما يمكن تعريف خطر الصرف على أنه ذلك الخطر المتعلق بالعمليات سواء التجارية أو المالية المقومة بعملات أجنبية في حالة تغير سعر الصرف وذلك بارتفاع في حالة الاستدانة أو الانخفاض في حالة الاقتراض وقد ينجم عن تغيرات سعر الصرف خسارة أو ربح.¹

وخطر سعر الصرف هو نتيجة للمبادلات الدولية ويصاحب كذلك المعاملات المالية الدولية المتمثلة في:

- التصدير والاستيراد.

- المعاملات في الأسواق المالية الدولية لرؤوس الأموال.

- الإقراض والاقتراض بالعملات الأجنبية

- الاستثمار الأجنبي في الخارج.

- أنواع خطر سعر الصرف:

في حالة انخفاض قيمة العملة الوطنية أو ارتفاعها فان ذلك يؤدي إلى التأثير على ميزانيات المؤسسات التجارية المتخصصة في الاستيراد والتصدير، والتالي فان هناك خطرا في تقلب سعر الصرف يجب على المؤسسة مواجهته، ويميز عادة الخبراء الاقتصاديين بين ثلاثة أنواع رئيسية لخطر سعر الصرف نفضلها فيما يلي:

- الخطر الاقتصادي للعملة:

والخطر الاقتصادي هو خطر غير مباشر ناتج عن توقعات المؤسسة للمبلغ الناتج عن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة عن حساب المؤسسة وبالتالي فانه يؤثر على حساب

¹ PAUL-Grandjean « change et gestion du risque de change », chihab,1995, p 12.

التكاليف والتالي على القدرة التنافسية للمؤسسة وطرق تغطيته لا تتم بالطرق المتعارف عليها وتكون معقدة.¹

- الخطر التجاري للعملة:

تتم المعاملات التجارية الدولية بين المتعاملين الاقتصاديين بفوترة الصفة بعملة مرجعية، وينشأ خطر سعر الصرف في حالة ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة الفوترة، فارتفاع قيمة العملة يحمل خسائر للمستورد، كما أن انخفاضها يحمل خسائر للمصدر .

- الخطر المالي:

الخطر المالي يمس بالدرجة الأولى أسواق رأس المال ويكون في صورتين:

- حالة شراء وبيع العملات وينتج في التغيير في سعر الصرف محل العقد بين تاريخ الاتفاق وتاريخ التسليم ومن هنا فان خطر الصرف قد يتحمله بائع العملة أو مشتريها.

- في حالة الاستدانة بقروض مقومة بعملات أجنبية فان ارتفاع أو انخفاض هذه العملة يسبب خسائر لأحد الطرفين.

2- تقنيات تغطية خطر الصرف

إن خطر سعر الصرف له آثار سلبية على ميزانيات المؤسسات وموازن مدفوعات الدول لهذا لابد من وجود وسائل أو طرق لمواجهة هذا الخطر، ويقسم خبراء المالية الدولية تقنيات التغطية إلى قسمين أساسيين:

- تقنيات التغطية الداخلية:

¹ -Maurice Sebeauvais , Yvon Sinnah : « la gestion globale du risque de change », 2ème édition, Paris, Dumod, 1992, p 135.

وفي هذه التقنية نجد جملة من الوسائل التي تتدخل بها المؤسسة لتفادي هذا الخطر

أ- الفوترة بالعملية الوطنية: وفي هذه الطريقة تلجأ المؤسسة إلى إلغاء سبب الخطر المتمثل في مبادلة عملة بأخرى، وإذا عجزت المؤسسة عن تفادي هذه الحالة وكانت مرغمة على التبادل بالعملية الأجنبية فيمكنها إلغاء الخطر عن طريق إلغاء الفاصل الزمني بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسوية الفورية للصفقة المبرمة بالعملية الأجنبية.

ب- اختيار العملة الأقل تقلبا: لقد أصبحت أسواق رؤوس الأموال الدولية تتميز بأسعار صرف أكثر تقلبا ولهذا أصبح الميول العام للمتعامل في سوق الصرف يتجه نحو الاحتفاظ بالحقوق في ميزانياته وكذا الحصول على ديون بالعملية الأقل تقلبا.

ج- المآجلة: آلية عمل هذه التقنية تعتمد على التأثير على آجال التسوية وذلك من خلال تسديد الحقوق لتفادي الخسارة في حالة توقع انخفاض سعر العملة بالنسبة للمصدر وتأخير آجال قبض الحقوق في حالة توقع ارتفاع سعر العملة أما بالنسبة للمستورد فهو في حالة عكسية يسعى إلى تأخير تسديد قيمة الواردات عند التنبؤ بانخفاض قيمة العملة والتعجيل بتسوية قيمة الواردات عند التنبؤ بارتفاع قيمة العملة وتتطلب هذه التقنية وجود أعوان للمؤسسة قادرين ومؤهلين على تتبع أسعار الصرف والتوقع السليم لقيمة العملة.

د- المقاصة المتعددة: نجد هذه التقنية مستعملة بكثرة لدى الشركات المتعددة الجنسيات وتتخلص عملية المقاصة في القيام بالموازنة بين الديون والحقوق المقومة بعملات أجنبية وذلك بإشراف الشركة الأم على أرصدة جميع الفروع للدول الأجنبية من خلال مركز للخدمات يجمع كل أرصدة الفروع¹.

- تقنيات التغطية الخارجية:

¹ Yves Simon et Samir Mannai : « Techniques financières internationales », 7ème édition, Paris, 2002, p 415.

الأسلوب الثاني لتغطية خطر سعر الصرف يعتمد على تقنيات خارجية أي خارج نطاق المؤسسة في حد ذاته وذلك باللجوء لأدوات خارجية لا يمكن التحكم فيها من خلال التأثير على عناصر الميزانية أو من خلال السياسة المالية للمؤسسة وعرفت المالية الحديثة خاصة بعد سنة 1980 إبداعات مالية مهمة ساعدت صناع القرار بالنسبة للمؤسسة على تفادي هذه الأخطار ويمكن تقسيم هذه الوسائل إلى:

أ- التسبيقات بالعملات الصعبة: تتعلق هذه التقنية باقتراض دين بعملة أجنبية بمبلغ مساوي إلى الذمم المترتبة عليها بنفس العملة أي أن المتعامل يقرض ويفترض في آن واحد بنفس العملة وب نفس القيمة لكن لا يمكن لهذه التقنية أن تستعمل إلا في المدى القصير كما يمكن لهذه التقنية أن تولد خطر آخر وهو خطر معدل الفائدة على الدين المقترض أكبر من معدل الفائدة المتحصل عليه من خلال التوظيف يولد خسارة تتمثل في الفرق بين المعدلين المطبقين.

ب- التغطية بتقنية المقايضة/المبادلة: تستعمل هذه التقنية في الأجل الطويلة وهي جد مهمة وذات منفعة لتسيير خطر الصرف ولل فهم الجيد لهذه التقنية نعطي المثال التالي:

مستثمر موريتاني يشتري سندات خزينة فرنسية بمبلغ €20000000 لمدة 10 أعوام ويقوم المستثمر بالاحتفاظ بهذه السندات إلى غاية أجل الاستحقاق، الكوبون السنوي يساوي 10% أي € 2000000 في السنة.

هذا المستثمر يتوقع انخفاض في قيمة اليورو مقابل الأوقية في الثلاث سنوات المقبلة ويريد تغطية ضد هذا الخطر مع رغبته في الحفاظ على هذه الأصول بالدولار لأنه يتوقع إعادة ارتفاع قيمة اليورو بالنسبة للأوقية بعد هذه الثلاث سنوات.

الحل الأنسب لتغطية هذا الخطر هو مبادلة €2000000 كل سنة مقابل الأوقية وفقا لسعر الصرف المطبق.

ج- تقنية العقود المستقبلية¹: هي الالتزام أو التعهد بشراء أو بيع مبلغ معين من العملات في تاريخ محدد إلى غاية انتهاء العقد، والفرق الوحيد بين أسواق العقود والأسواق الآجلة هو أن قيمة العقد محددة مسبقاً أو معيارياً وليست على حسب طلب الزبون .

وتقدم العقود على العملات عدة امتيازات:

- تكلفة مبادلات جد منخفضة مقارنة بمثلتها في سوق ما بين البنوك.
 - غرفة المقاصة تعرض ضمانات للمتدخلين في هذا السوق.
 - التغطية يمكن الحصول عليها آنياً في كل لحظة.
 - المستورد والمصدر ليسوا ملزمين بدفع العملات في موعد الاستحقاق وذلك لإمكانية بيع العقد.
 - مدة التغطية يمكن أن تمتد أو تقلص دون صعوبة.
- د- تقنية التغطية بالخيارات: يعطي عقد الاختيار لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مسبقاً يسمى سعر التنفيذ ونظراً لأن المشتري الحق في تنفيذ الاختيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزءاً من قيمة العقد، إذ أنها تمثل قيمة شراء حق الاختيار.

¹-د/ منير إبراهيم هندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر " الجزء الثاني ، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003، ص 91-102

المطلب الثالث: نظرية الأسواق الفعالة

إن نظرية الأسواق الفعالة في بدايتها كانت بسيطة، و لكن مع التطورات أصبحت معقدة، لهذا فإن تعريف الفعالية ليس محدد، فهو يتطور مع تطور الزمن و الأحداث.

1- تعريف السوق الفعال:

و يعتبر Fama أول من عرف فعالية السوق المالي في 1965 بقوله: "يكون السوق المالي فعال إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، و تعكس سعر هذا الأصل".¹

كما يمكن تعريف السوق الفعال بأنه : ذلك السوق الذي يكون فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية ، أو في معلومات تثبتها وسائل الإعلام ، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.²

2- الصيغة الرياضية لنظرية الفعالية:

و لقد قدم Fama الصيغة الرياضية لنظرية الفعالية في سنة 1970 في المعادلة التالية:

$$E \left(P_{j,t+1} / \varphi_t \right) = P_{j,t} \left[1 + E \left(R_{j,t+1} / \varphi_t \right) \right]$$

حيث:

1 - Philippe Gillet. L'efficience des marches financières. Édition economica. 1999. p 11.

² - منير إبراهيم هندي . الفكر الحديث في مجال الاستثمار . منشأة المعارف . الإسكندرية. 1996 . ص 37

φ : المعلومات المتوفرة في الفترة (t) .

$P_{j,t+1}$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة $(t+1)$.

$E(x)$: الأمل الرياضي للمتغير العشوائي (x) .

R_j : مرد ودية السهم (j) .

فإذا كان سعر السهم يعكس كل المعلومات المتوفرة، و إذا تحققت المعادلة السابقة بالنسبة لكل الأسهم (j) المتداولة في السوق فعندها يكون السوق فعالاً.

3-شروط فعالية الأسواق:

لا يمكن تقييم فعالية سوق ما، وتصنيفه في إحدى مراتب القوة أو الضعف التي تكلم عنها FAMA، دون أن يتحقق لذلك شرطين أساسيين هما:

- يجب أن تكون هناك حالة من المنافسة التامة.

- يجب أن تكون جميع المعلومات المتاحة متوفرة وفي متناول جميع المشاركين في السوق.

وفي غياب هذين الشرطين أو احدهما لا يكون السوق فعالاً، وذلك يعني إعطاء امتيازات لبعض المتعاملين في السوق على حساب الآخرين.

المبحث الثالث: نظرية الركن

إن من أهم أسباب هذه الأزمات فشل الحكومات في الاستخدام الكامل لأدوات السياسة النقدية والتحكم في عرض النقد والحفاظ على مستويات أسعار الصرف المناسبة، ومما زاد من تواتر هذه الأزمات التحرير المالي المتسارع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقيد وفي ظل هذا الوضع المالي الدولي

المتأزم ظهرت عدة وجهات نظر بخصوص نظر أسعار الصرف المتبعة، ومن أهم وجهات النظر المعروضة وجهة نظر القطبية الثنائية أو نظرية الركن التي ما زالت محل الاختبار إلى يومنا هذا.

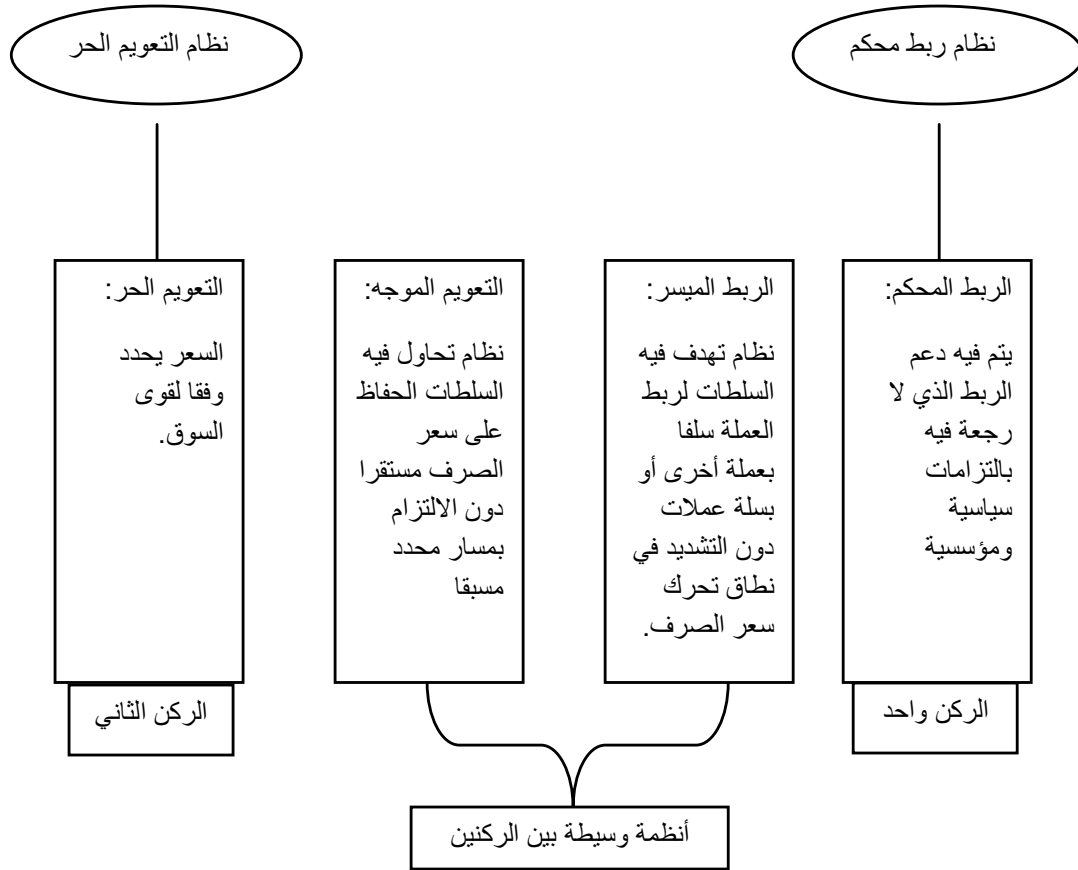
المطلب الأول: تقديم النظرية

إن تصنيف خصائص أنظمة سعر الصرف إجراء لا بد منه لتحديد ورسم المنهج السليم الذي ينبغي للدول أن تتبعه من أجل تفادي نشوب أزمات العملة.

ولهذا السبب اعتمدت الدراسات التجريبية الحديثة لسعر الصرف على خطة صندوق النقد الدولي التي حددت فئات أنظمة سعر الصرف القطرية خلال الفترة 1975 - 1998¹.

والشكل (1-2) يوضح فئات أنظمة سعر الصرف الحالية:

¹- أندريا بويولا وانسي أوتكر- روجي: "الغز القطبية الثنائية المستمر" التمويل والتنمية، مارس 2004، ص 32، 35.



المصدر: التمويل والتنمية، المجلد 41، العدد 1، مارس 2004، ص 32.

ولقد تزايد الجدل القائم حول أفضلية النظام المتبع، وانقسم الاقتصاديون إلى فريقين:

- فريق يؤيد ضرورة إتباع إما نظام الربط المحكم (الركن الأول) أو التعويم الحر (الركن الثاني)، وهو ما يعرف بنظرية القطبية الثنائية.

- فريق يؤيد الاستمرار في إتباع الأنظمة الوسيطة أي أنظمة الربط الميسر أو التعويم الموجه.

1- أصول النظرية:

يعود أصل نظرية الركن ل B. Eichengreen سنة 1994 حيث دفعته إلى التفكير وصياغة هذه النظرية أزمة 1992 التي مست أنظمة صرف دول الاتحاد الأوروبي على اثر إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي وتوحيد العملة.¹

ثم تتامى الاهتمام بهذه النظرية من قبل عدة اقتصاديين أكدوا أن هذه الأزمات تكون أكثر تواترا بالنسبة لدول الأسواق البارزة وأنها نتيجة حتمية للخارطة المالية الدولية الجديدة.

وتقوم هذه النظرية على فكرة رئيسية هي أنه لا يمكن لأي دولة أن تستمر في إتباع نظام سعر صرف يقع في مجال الأنظمة الوسيطة والبديل العملي الوحيد المتاح لمواجهة هذا الوضع المعقد هو الالتزام بأحد أنظمة الركن أي إما نظام الربط المحكم أو نظام التعويم الحر، وأن الاستمرار في إتباع الأنظمة الوسيطة يجعل البلد معرضا لأزمات مالية متتالية.

2- اختبار النظرية:

لقد حاول العديد من الاقتصاديين اختار مدى صحة نظرية الركن من خلال إسقاطها على واقع أنظمة صرف دول العالم خاصة التي تعرضت اقتصادياتها إلى أزمات مالية ودرسوا حدة هذه الأزمات وعلاقتها مع نظام سعر الصرف السائد في البلاد أثناء فترة حدوث الأزمة، وكذا تواترها أي عدد مرات تكرار حدوث الأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات تلك التي قام بها خبراء صندوق النقد الدولي، وقد أخذوا عينة ل150 بلد يضم البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو والمتخلفة.

¹ Jeffrey Frankel : « viriffing exchange rate régime », Harvard university, May 17, 2000.
http://siteressources world bank.org.doc

وقد تم حساب الأزمات في ظل كل نظام بعدد وقائع الأزمات من مجموع عدد الملاحظات أثناء سريان هذا النظام في فترة معينة والتي امتدت إلى 12 عاما وذلك من 1990 إلى 2001 ومن النتائج التي تحصلا عليها ما يلي¹:

- مكان تواتر الأزمات المرتبطة بنظام الربط أعلى منه في ظل أنظمة التعويم.
- احتمال نشوب الأزمة في ظل الأنظمة الوسيطة يزيد بحوالي ثلاثة أمثال عنه في ظل الربط المحكم بالنسبة للدول النامية، ويزيد بما يقرب من خمسة أمثال بالنسبة للدول المتقدمة.
- كانت الأنظمة الوسيطة أكثر تعرضا للآزمات عن الأنظمة القائمة في مجمل اقتصاديات دول العينة.

المطلب الثاني: انتقادات وحدود النظرية عند Masson.

إن مجمل الدراسات الحديثة تدعم نظرية الركن في نتائجها، ومع هذا فإنها لا زالت تتعرض لجملة من الانتقادات من قبل بعض الاقتصاديين المعاصرين الذين يعترضون على فحوى النظرية أو يعارضون المنهجية التي اتبعها أنصار النظرية في إثبات صحتها. ومن أهم الانتقادات التي وجهت لنظرية الركن تلك التي وجهها Masson سنة 2001 في دراسة لأنظمة الصرف والتي استعمل فيها سلاسل ماركوف لاختبار فعالية نظم الصرف الوسيطة.

وتوصلت نتائج دراسته إلى أن أنظمة الربط والتعويم هي الأخرى عرضة لخطر حدوث الأزمة على حد سواء مع الأنظمة الوسيطة، وأنه لا توجد أدلة تطبيقية راسخة

¹ التمويل والتنمية، مارس 2004، مرجع سابق.

تؤيد وجهة النظر التي ترى أن الأنظمة الوسيطة ستختفي في نهاية الأمر، وأنه لا يوجد نظام واحد يصلح لكل البلدان في جميع الأوقات.

خاتمة:

إن تنامي ضرورة تحرير التجارة الخارجية من القيود التي كانت تكبل حركات رؤوس الأموال الدولية بين دول العالم وخاصة الدول النامية، جعل لزاما علي هذه الأخيرة النظر في إعادة هيكلة أسواق صرفها بما يتناسب والمعطيات الجديدة، بالتالي كان من الضروري اختيار نظام صرف يتناسب مع هذه الأسواق.

وبما أن معظم الدول النامية كانت عاجزة عن اختيار نظام صرف يتناسب مع ظروفها الاقتصادية فإن ذلك كان سببا في حدوث أزمات عملة حادة أثرت سلبا على ميزان المدفوعات وزادت من حدة خسائر الصرف التي تضاف إلى تكاليف خدمات الدين وهذا ما وضع مجمل دول العالم في أواخر القرن الماضي أمام أزمات مالية حادة خاصة الدول التي يمر اقتصادها بمراحل انتقالية.

كل هذه المشاكل جعلت هذه الدول تولي أهمية فائقة لأنظمة سعر الصرف لديها مما جعلها تدقق في نظام سعر الصرف المتبع وتحاول إدارته بشكل يتلاءم مع التحولات في الأنظمة النقدية العالمية.

وبعد ما ألقينا نظرة عامة حول سعر الصرف في الفصل الأول ننتقل في الفصل الثاني إلى دراسة متغير هو من أكثر المتغيرات الاقتصادية حساسية اتجاه نظام سعر الصرف وهو الاستثمارات الأجنبية.

الفصل الثاني:

نظرة عامة حول الاستثمارات الأجنبية المباشرة

مقدمة :

يرجع تاريخ الازدهار الحقيقي للاستثمار الأجنبي المباشر إلى بداية القرن التاسع عشر حيث كان متزامنا مع قيام الثورة الصناعية وقد ساعد اتساع التجارة إلى تدفق رؤوس الأموال إلى خارج أوروبا من أجل الاستثمار وكان يقوم هذا الاستثمار شركات تابعة للدول الاستعمارية.

ولقد مرت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بفترة زمنية متباينة في ظروفها الاقتصادية والسياسية أثرت في حجمه وطبيعته وهيكله. ففي الفترة الزمنية الواقعة بين عام 1980 وعام 1914 كانت الظروف الاقتصادية والسياسية ملائمة كانهدام الأخطار المرافقة لتدفقات رأس المال إلى الخارج.

و في الفترة الواقعة بين الحربين العالميتين الأولى والثانية فان الاستثمار الأجنبي المباشر تميز التراجع عما كان عليه وذلك نتيجة لظروف الحرب وعدم وجود الاستقرار السياسي والاقتصادي وانهايار قاعدة الذهب.

أما في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى يومنا الحاضر فقد توسع الاستثمار الأجنبي المباشر توسعا كبيرا وذلك بالتزامن مع ازدهار التجارة الدولية في منتصف الخمسينات، وقد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال الشركات المتعددة الجنسيات في قطاع الصناعات التحويلية.

وفي منتصف السبعينات احتلت القروض الخاصة مركز الصدارة ولأول مرة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط عام 1973 وتراكم العوائد النفطية للدول المصدرة للنفط والتي قامت بإيداعها في المصارف الأجنبية مما دفع هذه المصارف لإقراضها إلى دول وهيأت خارجية تشكو من عجز في موازين المدفوعات وتعرض إلى

أزمات نقدية طارئة واستمرت الأمور على هذا الحال إلى أن عجزت بعض الدول المدينة عن تسديد الديون المستحقة عليها وهذا ما أوجد أزمة المديونية عام 1982 .

و تبدوا أهمية الاستثمار الأجنبي واضحة بالنسبة لاقتصاديات الدول المضيفة وذلك من خلال زيادة الإنتاج والأجور وكذلك زيادة توظيف الأيدي العاملة وزيادة الصادرات وزيادة الدخل الضريبية... الخ، ولكنها كذلك لا تخلوا من بعض الأضرار التي تسببها والتي من أهمها نقص الادخار المحلي وكذلك عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات ومعدل الصرف وفقدان السيادة على السياسات المحلية والخارجية.

ومحاولة منا لدراسة هذا الفصل سنخصص المبحث الأول لدراسة الاستثمار الأجنبي المباشر وسنوضح من خلاله أهم النظريات التي حاولت تفسير تدفقات الاستثمار الأجنبي وكذلك أهم سياسات تشجيع وتوطين هذا الأخير إضافة إلى آثاره الاقتصادية على الدول المضيفة ودول الأصل.

أما في المبحث الثاني فإننا سنتطرق فيه إلى دراسة الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال رأس المال الأجنبي وتوضيح واقعها في ظل الاتفاقيات الدولية وطرق تسيرها وتنفيذها داخل البلد المدين.

المبحث الأول: أسس ومفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر

يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر شكلاً أساسياً من أشكال التمويل الدولي وذلك لما له من تأثيرات هامة على نقل التكنولوجيا واستهداف البطالة إلا أننا سنحاول التركيز أكثر في هذا المبحث على الأثر المالي والنقدي لهذه التدفقات على موازين مدفوعات الدول المضيفة وتأثيرها على صياغة السياسات المالية والنقدية لهذه الدول.

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر وإستراتيجية الشركات متعددة الجنسيات

1- مدخل نظري حول الاستثمار الأجنبي المباشر

- تعريفه:

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروع مقام في اقتصاد آخر ووفقاً للمعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي يكون الاستثمار مباشراً حين يمتلك المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من أسهم رأسمال إحدى مؤسسات الأعمال، ومن عدد الأصوات فيها، وتكون هذه الحصة كافية عادة لإعطاء المستثمر رأياً في إدارة المؤسسة.¹

و أما تعريف منظمة التجارة ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، للاستثمار الأجنبي المباشر: فهو أي نشاط استثماري مستقر في بلد معين (بلد المنشأ) والذي يتحصل أو يمتلك أصولاً في بلد آخر (البلد المضيف أو المستقبل) وذلك قصد تسيير هذه الاستثمارات.

¹-د/أميرة حسب الله محمد"محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية"كلية التجارة جامعة عين شمس، الدار الجامعية 2005-2004 ص 19.

ويعرف المسئولون والمحاسبون في ميزان المدفوعات الأمريكية الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه تدفقات من القروض إلى شركة أجنبية أو شراء ملكيتها على أن تكون مملوكة في معظمها لمواطنين من الدولة المستثمرة.¹

ومنه يمكننا تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه الاستثمار الذي يفضي إلى علاقة طويلة الأمد ويعكس منفعة وسيطرة دائمتين للمستثمر الأجنبي أو الشركة الأم في فرع أجنبي قائم في دولة مضيفة غير تلك التي ينتميان إلى جنسيتهما.²

ويتميز هذا الشكل من أشكال التدفقات المالية عن غيره من الأشكال الأخرى بأنه يتضمن تحركات رأس المال ليس فقط في شكل حصص ملكية وإنما في شكل آلات و تكنولوجيا ومعرفة ومهارات³، كما أنه يكون للمستثمر الحق في اتخاذ القرار وفي الرقابة على المجالات أو المشروعات التي تم فيها الاستثمار وبالتالي يقل عنصر المخاطرة، وهذا الحق لا يتوفر لمجالات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

2- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

يتخذ الاستثمار الأجنبي المباشر عدة صور من أبرزها:

- الاستثمار الثنائي:

وهو من أكثر الأشكال شيوعاً في الدول النامية، حيث يشارك المستثمر المحلي-الخاص والحكومي أو الاثنين معاً- المستثمر الأجنبي في ملكية المشروعات الاقتصادية المقامة على أراضيها، وبالتالي يشاركه في قرارات الإدارة، وعن طريق هذه المشاركة يمكن تقليل المخاطر السياسية التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي من تأمين ومصادرة، فضلاً عن

¹ د/علي عبد الفتاح أبو شرار "الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2007، ص 223.
² الدكتور محمد صقر، الدكتور سمير شرف، رولا غازي إسماعيل "الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في تنمية الاقتصاديات النامية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28 العدد 3، 2006، ص 158.

³ Root, F.R. International trade and investment, South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1994, P.95.

تخفيف الأعباء المالية التي يتحملها الاقتصاد المضيف نتيجة مشاركة المستثمر الوطني في المشروع الأجنبي المشترك.

- الاستثمار في صورة شركات متعددة الجنسيات.

وتعتبر هذه الشركات من أهم أشكال هذا الاستثمار والمحرك الرئيسي له، حيث إن لها فروعاً متعددة تمتد إلى عدة دول مختلفة، وتتميز بكبر حجم إنتاجها وتنوعه وابتكارها لأحدث أساليب التكنولوجيا العصرية، كما أنها تدار مركزياً من مركزها الرئيسي في الوطن الأم.

3- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

إن القيام باستثمارات أجنبية ليس عملية عفوية أو ارتجالية وإنما هي عملية تخضع إلى مجموعة من المحددات أو العوامل التي تؤثر في مسار هذه الاستثمارات وهناك عدة عناصر أساسية تتجسد في سياسة اقتصادية واضحة وإجراءات تطبقها الدولة في السبيل إلى تنظيم العلاقات بينها مع المستثمر الأجنبي ومن أهم هذه المحددات:

- المحددات الاقتصادية:

من أهم المحددات الاقتصادية التي تدفع المستثمرين الأجانب إلى قرار الاستثمار ما يلي:

- العائد: فالمستثمر الأجنبي يختار المشاريع الأكثر مردودية.

- تطوير المؤسسة: فالمستثمر الأجنبي يهدف إلى تطوير المؤسسة وإعادة توجيه النشاط الإنتاجي وذلك من خلال تمديد فترة حياة المنتج وتحويل النشاط.¹

¹- عبد السلام أبو قحف "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص50

- العوامل التنافسية: حيث تسمح هذه العوامل بتقليل التكلفة وتسهيل الوصول والسيطرة على الأسواق وتمكين المؤسسة من فوائد تجارية وبالتالي تحويل نشاط المؤسسة على المستوى العالمي وزيادة شهرة العلامة التجارية.

- سعر الصرف: وذلك من خلال تطبيق سياسات تتلاءم مع أسعار السوق.

- الموارد الطبيعية والبشرية: إن وفرة الموارد الأولية وتدني تكلفة النقل والاستخراج، وتوافر اليد العاملة الكفؤة والرخيصة نسبياً، كلها عوامل محددة وجاذبة للاستثمار الأجنبي.

- كفاءة ومرونة المؤسسات المالية المحلية: ويقصد بذلك مرونة البنوك المحلية في التعامل مع المتعاملين الأجانب وذلك بتسهيل عمليات الحصول على القروض وكذا توفير جميع الخدمات البنكية اللازمة كعمليات التحويل السريع وعمليات السحب والإيداع.

- المحددات القانونية والسياسية¹:

لا بد من تشريعات وقوانين تنظم العلاقات بين أطراف البنية الاقتصادية وهي "العامل صاحب العمل، الحكومة " إضافة إلى قوانين تشجيع الاستثمارات المناسبة وتصمن حقوق المستثمر والدولة بما يعود من فائدة على الطرفين ولهذا عملت الكثير من الدول على تغيير كبير في تشريعات الاستثمار لعدد من المجالات وتهدف إلى:

إلغاء كل العراقيل والحواجز التي كانت تمنع دخول المستثمرين إلى هذه الدول في بعض النشاطات الاقتصادية مثل الخدمات المالية والبنكية، النقل، الإعلام.

- تبسيط إجراءات الاستثمار وتوفير الحماية له.

- إلغاء قيود الأرباح وتحويلها.

¹- الأستاذ تشام فاروق "الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر وآثارها على التنمية الاقتصادية" جامعة وهران ص 12.

- معالجة الاستثمارات الأجنبية نفس معالجة الاستثمارات الوطنية والتمتع بنفس الحقوق والامتيازات.

- حماية حقوق الملكية أي ضمن التعويض العادل وفي الحالات التي لا يوجد فيها ضمانات رسمية للاستثمارات، فاتفاقيات الثنائية والانضمام إلى مؤسسات متعددة الأطراف المؤسسات الجهوية لحماية الاستثمار مثل الوكالة الدولية لضمان الاستثمار والوكالة العربية لضمان الاستثمار.

- تحويل الأرباح وتوزيع رؤوس الأموال من خلال وضع إجراءات تسمح للمستثمرين بالتحويل الكلي للأرباح والعوائد لكن الوضع يختلف على حسب كل دولة من حيث السياسة الجبائية كوسيلة لتحفيز الاستثمار عن طريق الإعفاءات الجبائية وتطبيق رسوم معينة على الاستثمارات الأجنبية.

- تسوية الخلافات واللجوء إلى الوساطة والتحكيم، في حالة عدم اتفاق الأطراف على حل النزاع يمكن اللجوء إلى المركز الدولي لتسوية الخلافات المتعلقة بالاستثمارات CRIDI التابع للبنك العالمي.

- المحددات الثقافية والاجتماعية:

وتتعلق هذه المحددات بالبيئة الاجتماعية والثقافية التي تؤثر على أنماط الاستهلاك لدى الأفراد مما يدفع بالشركات الأجنبية إلى تبني سياسات تسويقية معينة، كما تؤثر العادات والتقاليد لدى بعض المجتمعات في تحديد نمط الاستهلاك لذا واجب على المستثمر الأجنبي القيام بدراسة وافية حول السوق.

2- خصائص واستراتيجيات الشركات متعددة الجنسيات.

إن من أهم خصائص وميزات النظام العالمي الجديد بروز وتعاضم ما يسمى بالشركات متعددة الجنسيات التي عمقت الميول نحو العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والتكنولوجية والتسويقية والتمويلية والإدارية، والتأثير على توجهات الاستثمار الدولي.

وفي يومنا الحاضر يقدر إنتاج الشركات المتعددة الجنسية بـ 25 في المائة من مجموع الإنتاج العالمي، أما التجارة البينية بين هذه الشركات (بين الشركة الأم وفرعها في الخارج) فتقدر بثلاث التجارة العالمية الإجمالية للسلع المصنعة .

- تعريف الشركات متعددة الجنسيات.

تعرف الشركات متعددة الجنسيات أو الشركات عبر الأوطان بأنها الشركات التي تملك أو تدير أو تمارس بصورة مباشرة أو غير مباشرة نشاطا استثماريا (إنتاج، تسويق، خدمات، وغيرها) خارج حدود الدولة الأم. وهناك العديد من التعريفات بعضها يستند إلى عنصر الحجم، والبعض الآخر إلى حجم المبيعات السنوية وهناك من يستند في تعريفه إلى عدد الدول التي تمارس فيها تلك الشركات نشاطها لكي تسمى شركات متعددة الجنسيات.¹

ومن أكثر التعاريف قبولا وشيوعا لدى الاقتصاديين ما صاغه Raymond Vernon "الشركة المتعددة الجنسيات هي المنظمة التي يزيد رقم أعمالها أو مبيعاتها السنوية عن 100 مليون دولار والتي تملك تسهيلات أو فروع إنتاجية في ست دول أجنبية أو أكثر".² ويعرفها علي عبد الفتاح أبو شرار - في كتابه "الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" - بقوله الشركة المتعددة الجنسية هي شركة تمارس نشاطها في عدة دول من خلا فروعها أو الشركات التابعة لها وتسمى أحيانا بالشركات الدولية أو الشركات العابرة الجنسية.³

¹ - د/عيسى محمد الغزالي "الاستثمار الأجنبي المباشر تعاريف وقضايا"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، 2004، ص 12.

² - مسعود محمد "الشركة الأجنبية ونقل التكنولوجيا-حالة قطاع المحروقات في الجزائر" مذكرة نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2005، ص 16.

³ د/ علي عبد الفتاح أبو شرار مرجع سبق ذكره ص 225.

- أنواع الشركات متعددة الجنسيات

قام بعض الاقتصاديين بمحاولة حصر أنواع الشركات متعددة الجنسيات لكنهم اختلفوا حول معيار التقسيم وكنتيجة لذلك وجدت عدة تقسيمات، من بينها التقسيم حسب معيار النشاط والتقسيم حسب معيار مركز القرار لدى هذه الشركات وكذلك التقسيم حسب معيار التكامل.

أ- التقسيم على أساس معيار النشاط:

حيث قسم "دنبج"¹ الشركات متعددة الجنسيات إلى ثلاثة أنواع:

- الشركات الصناعية متعددة الجنسيات

- الشركات التجارية متعددة الجنسيات

- الشركات متعددة الملكية.

ب- التقسيم على أساس معيار التكامل:

حيث قسم فرنون حسب هذا المعيار الشركات متعددة الجنسيات إلى:

- شركات متكاملة رأسياً: تتميز بتكنولوجيا عالية.

- شركات متكاملة أفقياً: تتميز بتصدير تكنولوجيا متقدمة نوعاً ما.

- شركات متعددة الجنسيات: تنقل تكنولوجيا قديمة وتبحث عن أسواق جديدة.

ج- التقسيم على أساس معيار مركز القرار:

وقد قسم "بيرلامتر" هذه الشركات حسب هذا المعيار إلى:

¹-عبد السلام أبو قحف "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية" مرجع سبق ذكره، ص 29.

- شركات مركزية القرار: تتميز بجنسية واحدة لكنها تملك فروع في الخارج يكون قرار التسيير فيها مهما كان من مركز الشركة الأم.

- شركات لا مركزية القرار: تتميز هذه الشركات بحرية قرار فروعها وتقل درجة الرقابة على الفروع ويكون مالك هذه الشركة دولتين أو أكثر.

- شركات ذات نمط جغرافي: ويتميز هذا النوع بانتشار جغرافي واسع عبر دول العالم وكذلك كبر حجم مواردها المالية والبشرية.

- خصائص الشركات متعددة الجنسيات

ويمكن ملاحظة خصائص الشركات المتعددة الجنسيات من خلال التقسيم السابق لأنواعها، ومن أهم الخصائص التي تميز الشركات المتعددة الجنسيات ما يلي:

- خاصية النشاط الاستثماري:

حيث يشير تقرير الأمم المتحدة سنة 1992 إلى أن 3500 شركة متعددة الجنسيات لها عبر العالم أكثر من 150000 فرع رفعت بشكل كبير من قدرتها التنافسية.

- خاصية الكيان العملاق السريع النمو:

ونقصد بهذه الخاصية أن هذه الشركات تتميز بضخامة الحجم المتمثل في كبر حجم رأس المال وكبر حجم الإنتاج والشركات التسويقية ورقم الأعمال والى جانب ذلك فهي تتميز بمعدلات نمو كبيرة، وغالبا ما يفوق معدلات نمو هذه الشركات معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول المضيفة.

- خاصية التحالفات الإستراتيجية:

على عكس الشركات العادية تسعى الشركات المتعددة الجنسيات إلى إقامة تحالفات إستراتيجية فيما بينها وذلك لرفع قدراتها التنافسية والتسويقية وقد يأخذ التحالف الاستراتيجي شكل الاندماج أو شركات تابعة مشتركة.¹

- خاصية المزايا الاحتكارية:

تتميز هذه الشركات بمزايا احتكارية تجعل قدراتها التنافسية تزداد لكونها تحتكر نسبيا رأس المال من خلال سهولة التمويل وإعادة التمويل وكذا احتكارها لمعظم الكفاءات البشرية فهي تتوفر على أفضل الإداريين والمسيرين القادرين على اتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب إلى جانب احتكارها للتكنولوجيا الجديدة بفضل أنشطة البحث والتطوير.

- خاصية الانتماء للدول المتقدمة:

إن جل الشركات المتعددة الجنسيات تنتمي إلى الدول المتقدمة وبالأخص الثالث "الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا الغربية، اليابان" حيث في سنة 2001 كان أكثر من 90% من المخزون العالمي للأصول المستثمرة في الخارج هي لهذا الثالث.

- استيرراتيجية الشركات متعددة الجنسيات

إن الشركات متعددة الجنسيات مازالت تسعى لتحقيق المزيد من التفوق الاقتصادي والمالي وهي من أجل ذلك تتبع جملة من الاستراتيجيات التي تراها مناسبة لتحقيق غايتها، ومن أهم هذه الاستراتيجيات:

- الاستراتيجية المالية:

¹- عبد المطلب عبد الحميد: "النظام الاقتصادي العالمي الجديد" مرجع سبق ذكره، ص191.

يتلخص مفهوم الاستراتيجية المالية في جملة الإجراءات المتبعة للتسيير الأمثل للسيولة النقدية المتاحة لدى الشركة، أو المراد الحصول عليها، ورغم ضخامة الأموال التي تعمل بها هذه الشركات، وكذا كبر حجم التحويلات المالية من فرع لآخر، فإنه غالباً ما تلجأ هذه الشركات إلى الاقتراض سواء من الدولة الأصل أو من المؤسسات المالية للدول المضيفة، وهي بذلك تتفادى أخطار معدلات الفائدة وتستفيد من أفضل شروط الاقتراض في الأسواق المالية والنقدية العالمية. وقد تذهب بعض الشركات إلى أبعد من ذلك في حالة خلق بنك خاص بالشركة من خلال المساهمة في زيادة رأس المال لأحدى البنوك الذي يصبح له دور هام في تمويل الشركة وتوسعها.¹

- الاستراتيجية التجارية:

إن الاستراتيجية الشاملة التي تتبناها الشركات متعددة الجنسيات تجاه التجارة الدولية والتي تأخذ في الحسبان مستوى الرسوم الجمركية والضرائب ومستوى الاختلاف والتقابلات في أسعار الصرف وسياسات الحكومات تجاه تحويل أرباحها يجعلها تعيد النظر في سياستها التجارية إما وفقاً لزيادة التكامل العمودي أو الرأسي بين الفروع والشركات الأم - وذلك من خلال رفع المبادلات والمبيعات بين فروع الشركة الأم من دولة إلى أخرى - وإما محاولة الولوج إلى أسواق البلد المضيف والسيطرة عليها باستعمال سياسات تسويقية فعالة وناجحة وذلك لرفع حجم المبيعات لهذه الأسواق ولتفادي الحواجز الجمركية ومختلف التعريفات والرسوم التي تزيد من تكلفة المنتج وتؤثر على السعر وتقلل من القدرة التنافسية لمنتجات هذه الشركات.

- استراتيجية التخصص والتوطين:

¹- عبد القادر ناصور "الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر حوافز وآفاق" مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2005، ص 50.

إن اعتبارات الرشادة الاقتصادية فيما يخص التكلفة والعائد هي الدافع الرئيسي لتبني استراتيجيات التخصص والتوطين، ومفاد هذه الاستراتيجيات هو الاستقرار داخل بلد معين والقيام بالعمليات الاستثمارية به حسب الميزات النسبية لهذا البلد.

وهذا معناه أن الشركات متعددة الجنسيات تتوطن بالدول المتقدمة في حالة التخصص في النشاطات ذات التكنولوجيا العالية مثل صناعة الإلكترونيات والحاسوب وهذا لما توفره هذه الدول من تكنولوجيا عالية وكفاءات ومهارات فنية متخصصة تقلل من التكلفة وترفع من العائد.

أما في حالة التخصص في نشاطات إنتاجية تحتاج إلى تكنولوجيا أقل فإن هذه الشركات تتوطن بالدول النامية وذلك لوفرة اليد العاملة الرخيصة وكذا وفرة الموارد الأولية اللازمة إضافة إلى إمكانية بيع إيرادات الاختراع والتكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الدول بأسعار تكاد تقترب من تكلفة البحث والتطوير لها مما يوفر لها موارد مالية هامة تساعد على تجديد برامج البحث والتطوير في مجالات أخرى وتشير بعض الدراسات الحديثة حول استراتيجيات التوطين وهي دراسات قياسية "إن أثر الفروقات بين الأجور هو الدافع الأهم والمحفز الرئيسي لاختيار المنطقة الجغرافية محل التوطين".

المطلب الثاني: نظريات وطرق قياس الاستثمار الأجنبي المباشر

1- النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر.

إن ظاهرة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات أجنبية مباشرة تعتبر الظاهرة الأولى في الاقتصاد المعاصر وبالتالي لا بد لها من نظريات تحكمها وتفسرها إلا أنه قد اختلف في ماهية النظرية التي تفسر هذه الظاهرة بدقة وبالتالي فقد وجدت عدة نظريات حاولت شرح وتبرير وتفسير الاستثمار الأجنبي المباشر.

أ- النظريات التقليدية للتجارة والاستثمار الدولي

إن الفكر الكلاسيكي لم يوجد نظرية بمفهوم هذه الكلمة لتفسير الاستثمار الأجنبي المباشر بل وجدت آراء حاولت تفسير هذه الظاهرة من قبل بعض رواد هذه المدرسة.

فقد ركز الفكر الكلاسيكي على دراسة التجارة الخارجية دون التركيز على الاستثمار الذي هو مكمل في نظرهم للتجارة الخارجية التي فسروها على أساس الفوارق في ثروات المواد الخام وبالتالي الفرق في التكلفة، كما تميزت فترة ما قبل الخمسينات من القرن السابق بقلة الإحصائيات التي تصف الاستثمار الأجنبي المباشر لذلك ظلت مجمل الدراسات المنصبة عليه تعالجه بصفة عامة.

- نظرية التكاليف النسبية ل Ricardo :

لم تخرج هذه النظرية عن افتراضات المدرسة الكلاسيكية التي افترضت حرية تنقل السلع والخدمات وكذا حرية انتقال رؤوس الأموال.

وتقوم هذه النظرية على فكرة التبادل الدولي وأن كل دولة يجب أن تتخصص في إنتاج السلعة التي يكون عامل الإنتاج الأكثر كثافة فيها هو رخيص بالنسبة لدولة أخرى لا تتخصص في إنتاج هذه السلعة وذلك للغلاء النسبي لهذا العامل بها، ولذا تكون أسعار السلع أقل تكلفة وبالتالي فقرار الاستثمار يحكمه متغير التكاليف.

- النظرية الكينزية:

إن التحليل الكلي الذي اعتمده كينز في تفسير متغير الاستثمار يفسر الاستثمار الأجنبي الغير مباشر في حين أنه لا يفسر الاستثمار الأجنبي المباشر بالدقة المطلوبة حيث يعتمد في تحليله على الميل الحدي للإدخار الذي يكون عادة مرتفعاً في الدول المتقدمة مما يدفع بمعدل الفائدة فيها إلى الانخفاض مقارنة بمعدلات الفائدة في الدول النامية مما يحفز رؤوس الأموال إلى التدفق نحو الدول ذات معدلات الفائدة المرتفعة.

- نظرية التجارة الدولية:

إن فشل نظرية التكاليف النسبية في تفسير أسباب الاختلاف في التكاليف بين الدول دفع بأوكشار-أوهلن HECKSCHER-OHLIN إلى القول إن التباين في التكاليف بين الدول راجع إلى الاختلاف في الوفرة في الموارد الطبيعية، وبالتالي حسب نظر أوكشار فإن الدول تصدر السلع التي تتوافر لديها عوامل إنتاجها، وتستورد السلع التي تعاني من ندرة ف عوامل الإنتاج فيها.

ب- النظريات الحديثة:

إن تنامي الاستثمارات الأجنبية المباشرة في النصف الثاني من القرن العشرين والعجز النسبي للنظريات التقليدية في تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر أدى إلى بروز عدة نظريات حديثة حاولت تفسير هذه الأخيرة.

نظرية مزايا احتكار القلة:

تفسر هذه النظرية قدرة الشركات على تحقيق مكاسب كبيرة من خلال المزايا الخاصة التي تلازم الإنتاج وأول من استعمل المفاهيم الأساسية للنظرية في دراسة الظاهرة هما الاقتصاديان الأمريكيان س. هايمروج كيندلبرغر.¹

ومزايا احتكار القلة تتلخص فيما يلي:

- التكنولوجيا وتمثل في براءات الاختراع وخلق منتجات جديدة والتخصص والقدرة على جمع المعلومات.

- القدرة على الوصول إلى مصادر رأس المال والمعرفة الجيدة بأسواق المال للاستفادة من تغيرات أسعار الصرف.

¹-أ. ميرونوف "الأطروحات الخاصة بتطوير الشركات المتعددة الجنسيات"، ترجمة د. علي محمد تقي، ديوان المطوعات الجامعية، الجزائر، 1973، ص 65.

- الكوادر والكفاءات البشرية المدربة والمؤهلة ذات الاختصاص الواسع.

هذه المزايا تسمح للشركات المتعددة الجنسيات من تحقيق ما يلي:

- الحصول على مصادر عمل رخيصة والتهرب من تكاليف حماية البيئة.

- الاقتراب من الأسواق الأجنبية التي تزداد اتساعا.

- الوصول بسهولة لمصادر المواد الخام.

نظرية دورة حياة المنتج الدولي:

يمكننا تفسير أسباب انتشار ظاهرة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية من خلال شرح نظرية دورة حياة المنتج وذلك بتوضيح دوافع الشركات المتعددة الجنسيات إلى نشر الاختراعات الجديدة خارج حدود الدولة الأم. هذه النظرية التي وضعها RAYMOND VERNON تساعد كثيرا على فهم التجارة والاستثمار الخارجيين وتتلخص هذه النظرية في أربعة مراحل يمر عبرها المنتج:

- المرحلة الأولى:

ينمو الإنتاج في هذه المرحلة بقدر ما يزداد الطلب عليه في السوق وتتطلب هذه المرحلة تكنولوجيا عالية وشبه انفرادية في الإنتاج وتزايد مبيعات المنتج في هذه المرحلة.

- المرحلة الثانية:

يبدأ فيها إنتاج هذه السلعة في دولة أجنبية أخرى حيث يصل هذا المنتج حد الإشباع ويستقر إنتاجه في دولة الأصل 'صاحبة الاختراع'.

- المرحلة الثالثة:

تبدأ معظم الدول حتى الدول النامية في إنتاج هذا المنتج ويبدأ المنتج بالتقادم معنويًا في دول الأصل ويقل الطلب عليه.

- المرحلة الرابعة:

يصبح المنتج في هذه المرحلة متقادم وكل الدول قادرة على إنتاجه لذا فإن الدولة المبتكرة تتخلى عن إنتاجه ويزدهر في الدول النامية وذلك لانخفاض التكاليف بها وتتجه الدولة التي أطلقت المنتج لأول مرة إلى استيراده من الدول النامية وتتجه الشركات المتعددة الجنسيات إلى الإنتاج خارج البلد في حالة انخفاض الأرباح المحققة داخل البلد وبالمقابل انخفاض تكاليف الإنتاج بالدول النامية وانخفاض درجة المنافسة وكذا ازدياد الطلب على السلعة وتوافر أسواق جديدة تعوض الأسواق المتقادمة في دول الأصل.

ويؤكد فرنون إن انتقال الشركات متعددة الجنسيات إلى الإنتاج خارج البلد أو التوجه نحو تصدير منتج جديد يأتي بعد تفكك القاعدة التكنولوجية التي يركز عليها إنتاج السلعة بفعل الانتشار والتقليد.¹

نظرية عدم كمال الأسواق ل S.Hymer:

وتقوم هذه النظرية على فكرة غياب المنافسة الكاملة في أسواق الدول النامية وأن رحيل وهروب الشركات متعددة الجنسيات من المنافسة الكاملة بأسواق الدولة الأم واتجاهها نحو الاستثمار بالدول النامية لأحد الأسباب التالية:²

- تشييد إجراءات الحماية الجمركية في الدول المضيفة يصعب من عملية التصدير.

- خبرة الشركات متعددة الجنسيات على الإنتاج بكميات كبيرة تلي الطلب المتزايد في الأسواق النامية.

¹- ريموند فرنون "النتائج الاقتصادية والسياسية للمؤسسات المتعددة الجنسيات"، ترجمة صلاح بومدل منشورات وزارة الثقافة والإرشاد القومي، دمشق 1981، ص 68.

²- عبد السلام أبو قحف "اقتصاديات الاستثمار الدولي"، المرجع السابق، ص 74.

- قدرة الشركات متعددة الجنسيات على إجراء تغييرات وتحسينات على المنتجات تماشياً ومتطلبات السوق في الوقت المناسب وذلك لقدرتها التكنولوجية العالية إلا أن هذه النظرية تعرضت للانتقاد من طرف روبرك وسيموندس.¹

- إن هذه النظرية تفترض وجود إدراك الشركات المتعددة الجنسيات بجمع فرص الاستثمار وهذا ينافي الواقع.

- إن النظرية تفترض تلبية حاجات الأسواق في الدول النامية من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر في حين يمكن تعويض النقص في الأسواق من خلال أشكال أخرى مثل عقود الإنتاج أو التصدير..الخ.

نظرية الموقع لباري PARRY:

حدد باري في نظرية الموقع مجموعة من العوامل التي تحكم قرار الاستثمار الخاص بشركة متعددة الجنسية وركز على قضية محورية هي اختيار الدولة المضيفة التي ستكون مقراً لنشاط الإنتاج وتسويق معظم العوامل التي حددها باري ونجمل هذه العوامل في:

- عوامل مرتبطة بتكاليف وفرصة المواد الأولية واليد العاملة وانخفاض تكاليف النقل.
- عوامل سوقية مثل درجة المنافسة وحجم السوق واحتمال التصدير لسوق أخرى.
- تنظيمات الدول المضيفة تجاه التجارة الخارجية مثل القيود على التصدير والاستيراد ونظام الحصص.

ثم عدلت نظرية الموقع لباري من قبل روبرك وسيموندس حيث أنهم أضافوا عوامل جديدة تؤثر في الاستثمار الأجنبي وضعوها كما يلي:

¹-عبد السلام أبو قحف "نظريات التدويل"، مرجع سبق ذكره، ص 59.

- عوامل شرطية: تجمل خصائص المنتج من نوع السلعة واستخداماتها ودرجة حداتها ومستوى الطلب في السوق وطرق التوزيع والنقل والاتصالات.

- عوامل دافعة: وهي عوامل تخص الشركة في حد ذاتها من حجم مواردها المالية والبشرية والفنية وقدراتها التنافسية.

- عوامل حاكمة: وهي عوامل تشترك فيها الدولة المضيفة والدولة الأم والمناخ الاقتصادي للدول مثل قوانين وسياسات الاستثمار بالدول المضيفة وسياسات تشجيع تصدير رؤوس الأموال للدولة الأم إضافة إلى الاتفاقيات والمواثيق الدولية الخاصة بالاستثمارات الدولية.

النظرية الانتقائية للإنتاج الدولي:

النظرية الانتقائية للاستثمار الأجنبي المباشر تتمحور حول مجموعة من الخصائص التي وضعها JEAN DUNNING محاولة منه في الاختيار بين الترخيص والتصدير والاستثمار الأجنبي المباشر.

ويطلق على هذه النظرية أيضا اسم نموذج PLI وتعني الملكية والتوطن والتدخل.

وحسب دينينك فان قرار الاستثمار الأجنبي المباشر يكون سليما ومفيدا جدا إذا استطاعت الشركات المتعددة الجنسيات جمع الخصائص الثلاث PLI .

في حالة توفر خاصية التوطين فان الشركة توجه جهودها نحو اختراق الأسواق الأجنبية بالتصدير بدل الاستثمار المباشر.

في حالة عدم توفر خاصية التوطين والتدخل فان الشركة تكتفي ببيع اعتماد الترخيص لشركة محلية.

2- طرق قياس وتقييم الاستثمارات الأجنبية.

تختلف وتتضارب في بعض الأحيان الأرقام المقدمة حول حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في دولة معينة حيث تصرح الدولة المضيفة برقم معين قد لا يكون نفسه الذي تقدمه للمؤسسات المالية الدولية أو حتى المنظمات الدولية المتخصصة.

وغالبا ما يقاس الاستثمار الأجنبي المباشر بقيمة معينة حيث أن تقدير هذه القيمة يعتمد على نفقات الشركات الأجنبية الموجهة لإنشاء مصانع وتجهيزها.

لكن هذا الطرح المستند على النفقات يحمل معه جملة من المشاكل:

- صعوبة المقارنة بين الدول على المستوى العالمي في حالة تقييم النفقات بعملات مختلفة.

- إذا استعملنا في حساب النفقات عملة واحدة ولتكن الدولار الأمريكي مثلا في هذه الحالة قد لا تتغير قيمة الاستثمارات المباشرة إلا انه بتطبيق معدل الصرف الذي يتم عادة بتغير تصبح قيمة الاستثمارات متغيرة هي الأخرى تبعا لتغير الدولار الأمريكي.

- أن كل دولة لها طرقها الخاصة في قياس الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أن المنطق يحتم عليها حساب حجم الاستثمارات الأجنبية ثم حساب قيمتها ومعنى هذا انه لا بد من الرجوع إلى قانون الكفاية الحدية لرأس المال وذلك لاختلاف المردودية من منطقة لأخرى وما مدى مردودية التوظيف المالي في التأثير على الأصول المنتجة.

- في حالة الإعانات الحكومية المقدمة للمستثمر الأجنبي تصبح تقنية الاعتماد على حجم النفقات أكثر تعقيدا وخاصة إذا ما أعيد استثمار الأرباح المحققة من خلال هذه الإعانات.

أما عن تطور ونمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة فان الميول الحالي نحو عولمة وشمولية الحياة الاقتصادية تتجسد في توسع النشاط الاقتصادي خارج حدود الدول وتحرير التجارة الدولية إلى أبعد الحدود.

ومع هذه الظروف الاقتصادية العالمية الجديدة تزايدت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم وزاد نموها والجدول (2-1) يبين لنا كمية التدفقات المالية الخارجية والداخلية المعدة للاستثمار الأجنبي المباشر ببلاتين الدولارات الأمريكية في بعض الدول المنتقاة ولل سنوات 1980، 1985، 1990 .

التدفقات الداخلية			التدفقات الخارجية			الدول المنتقاة
1995	1990	1980	1995	1990	1980	
1933	1373	374	2514	1615	507	الدول المتطورة
564	395	83	706	435	220	الولايات المتحدة الأمريكية
244	218	63	319	231	80	المملكة المتحدة
18	10	3	306	205	19	اليابان
134	111	37	235	152	43	ألمانيا
162	87	23	201	110	24	فرنسا
103	74	19	159	109	42	هولندا
117	113	54	100	79	23	كندا
963	342	108	214	69	6	الدول النامية
403	176	38	174	45	3	آسيا
129	14	0	17	2	0	الصين
55	32	6	14	5	1	سنغافورة
51	39	10	0	0	0	أندونيسيا
38	14	6	9	2	0	ماليزيا
226	121	48	25	13	3	أمريكا اللاتينية
61	32	9	3	1	0	المكسيك
49	37	17	6	2	1	البرازيل
60	42	21	15	12	1	أفريقيا
32	2	0	1	0	0	أوروبا الشرقية والوسطى
2658	1717	481	2730	1684	514	العالم

Source: UNCTAD, world investment Report (Genève: united Nation, 1996)

أخذ هذا الجدول من الكتاب "الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" صفحة 244.

المطلب الثالث: سياسات ومؤشرات استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.

1- سياسات تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر

إن وقوع معظم الدول النامية في شبك المديونية الخارجية وضعف مركزها المالي العالمي وتراجع قدراتها على الحصول على قروض أجنبية لتمويل مخططاتها التنموية بسبب عجزها المالي فرض عليها التوجه نحو استقطاب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية على شكل استثمارات مباشرة لتعوض النقص الحاصل في جلب القروض.

ولتحقيق هذا الهدف نجد دول العالم الثالث أو الدول النامية تتسابق في تقديم الحوافز لتشجيع قدوم الشركات المتعددة الجنسيات ولهذا سنتطرق إلى شرح السياسات الاقتصادية والسياسات الإدارية والقانونية والسياسات الدعائية والإعلامية وأخيرا العوامل الطبيعية والجغرافية.

- السياسات الاقتصادية:

ونقصد بالسياسات الاقتصادية مجمل المحددات التي يمكن للدولة المضيفة التحكم فيها لرفع إمكاناتها الاقتصادية إلى أقصى حد والتي تشمل السياسات المالية والضريبية والائتمانية والتسويقية.

1- التسهيلات الائتمانية:

ونقصد بها مجمل التسهيلات التي تقدم للمستثمر الأجنبي لتوفير الأموال اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري وتتمثل في:

- تبسيط إجراءات ملف طلب أي قرض بنكي وتقليص فترة دراسة الملف إلى أدنى حد ممكن.

- انتهاج سياسة معتدلة في طلب الضمانات البنكية مقابل طلب قرض وذلك من خلال عدم طلب ضمانات كبيرة من المستثمر الأجنبي تتعدى الضمانات التي يطلبها البنك عادة من زبونه المحلي فيشعر المستثمر الأجنبي بالتميز في المعاملة.

- منح قروض للمستثمر الأجنبي بمعدلات فائدة منخفضة.

- توفير جميع الخدمات البنكية اللازمة من عمليات التحويل والإيداع والصرف بالسرعة والكفاءة المطلوبين.

ب- الإعانات المالية والحكومية:

تتمثل عادة الإعانات الحكومية في المساهمة في ملكية أسهم المشروعات وذلك للتقليل من درجة المخاطر خاصة في المرحلة الأولى من توطين الاستثمار، ومساهمة الحكومة في منح قروض للمستثمر الأجنبي بحيث يكون جزء من الفوائد على القروض مدفوع من قبل الحكومة، وكذلك تأمين الحكومة للمستثمر الأجنبي ضد مخاطر تقلبات سعر الصرف ومخاطر تقلبات معدل الفائدة.

ج- تسهيلات ضريبية:

وهي إجراءات جد مهمة في استقطاب الاستثمار الأجنبي حتى وإن كانت وحدها غير كافية وهي تتلخص فيما يلي:

- الإعفاء أو التخفيض من الضريبة على أرباح الشركات ومن ضريبة الدخل الإجمالي على الأرباح والرسم على النشاط المهني.

- الإعفاء من الرسم العقاري على الملكيات والتي تدخل في إطار الاستثمار.

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

- تبني سياسة عادلة ما بين الدول المصدرة لرأس المال والدولة المستوردة لرأس المال من خلال إعفاء المستثمر من كل تكلفة إضافية.

د- السياسات التسويقية:

وهي مجمل الإجراءات التي تتيح للمستثمر الأجنبي الوصول إلى الأسواق على أساس تفضيلي وبخاصة الأسواق الرئيسية ويبدوا أنها تمثل عامل جذب مهم بالنسبة للعديد من الدول النامية وتتلخص هذه السياسات التسويقية فيما يلي:¹

- إعفاء السلع والخدمات من الرسوم الجمركية ومن نظام الحصص لإتاحة الفرصة للوصول إلى مجموعة واسعة من الأسواق.

- تطوير وتنمية المناطق التي تعاني من كساد اقتصادي.

- تسويق فرص الاستثمار المختلفة وترويجها في الداخل والخارج.

- تقديم المساعدات اللازمة لإجراء دراسات الجدوى التمهيدية والنهائية للأسواق.

هـ- توفير البنى التحتية والكفاءات البشرية:

إن البنى التحتية أو المنشآت القاعدية تعتبر من العوامل الاقتصادية الهامة التي تساعد على جذب الاستثمار الأجنبي وذلك لما لها من أهمية بالغة في تسهيل عمليات الإنتاج والتوزيع والتقليل من التكلفة وهي تتجسد فيما يلي:

- تطوير شبكات الطرق داخل البلد المضيف لتسهيل عمليات النقل والتوزيع الداخلي.

- توفر الموانئ والمطارات لتسهيل عمليات التصدير والاستيراد والمعاملات مع الخارج.

¹- عن موقع الانترنت www.unctad.org بتاريخ 06/12/2005. "فعالية التدابير المتعلقة بسياسات الاستثمار الأجنبي المباشر" مذكرة من إعداد أمانة الإنكاد ص9.

- توفير احتياطات كافية من المياه وذلك لما تتطلبه من بعض الصناعات من وفرة من هذه المادة.

- التوزيع الأمثل للبنى التحتية على كامل التراب الوطني حتى لا تتمركز في منطقة واحدة تجعل المستثمر يواجه صعوبات في التعامل مع المناطق الأخرى.

- تطوير البنى التحتية التكنولوجية للبلد والمتمثل في شبكات المعلوماتية ووسائل الاتصال العصرية.

في حين أن غياب هذه البنى التحتية يعيق الاستثمار الأجنبي ويحرم البلد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

أما فيما يخص الكفاءات البشرية فهي الأخرى تمثل عاملا أساسيا في جذب الاستثمار الأجنبي، ولذلك فعلى حكومات الدول المضيفة أن تنتهج سياسات لتنمية وتطوير الموارد والكفاءات البشرية ولا يمكن أن نواصل الحديث عن الموارد البشرية الغير مؤهلة لأنها لم تعد عاملا لجذب رأس المال الأجنبي باعتبار أن اليد العاملة غير ماهرة متواجدة في كافة البلدان وربما هذا ما توضحه معدلات البطالة المرتفعة في كل البلدان، فالطلب على العمل الغير ماهر أصبح يقابله عرض كبير مما أسقط هذا العامل من حسابات المستثمرين الأجانب أما الطلب على العمالة الماهرة والكفؤة فلا يزال يقابله عرضا متدنيا.

- السياسات الإدارية والقانونية:

إن العوامل التي تدفع بالمستثمرين الأجانب إلى الاستثمار في بلد معين ووجود تشريعات قانونية وموحدة هي التي تنظم هذه الاستثمارات في ظل إدارة نزيهة وشفافة.

كما أنه من شأن هذه العوامل التي سنذكرها- والتي تلعب الإدارة فيها والنص القانوني جنباً إلى جنب دوراً هاماً في توفرها - أن تمنح البلدان ميزة لاجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر.

2- المؤشرات الدولية للقدرة الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر

تعتبر العوامل الاقتصادية والسياسية السالفة الذكر في الفرع الأول من أهم المعايير التي تستخدمها الهيئات والمنظمات الدولية المتخصصة في قياس وتقييم مناخ الاستثمار بالدول وتقدم النتائج الخاصة بمستويات الخطر المتعلقة بالاستثمار، ومن أهم المؤشرات المعتمدة دولياً في قياس قدرة الجاذبية للاستثمارات الأجنبية ما يلي:

- مؤشرات الحرية الاقتصادية:

يصدر هذا المؤشر منذ سنة 1995 عن معهد "هيرتاج" وهو يقيس مستوى الضغط الحكومي على السلوك الاقتصادي للأفراد.

مكونات المؤشر: يعتمد هذا المؤشر في قياس درجة الحرية الاقتصادية على العوامل التالية:

- درجة مرونة التشريعات والإجراءات الإدارية.

- مستوى التضخم.

- السياسة الضريبية المطبقة على الأفراد والشركات.

- حجم السوق الموازية.

- وضعية القطاع البنكي..

- القدرة الشرائية.

- السياسة التجارية.

- حجم القطاع الخاص.

- حقوق الملكية الفردية.

تمنح هذه العوامل نقاط متساوية وبحسب المؤشر بأخذ متوسط هذه النقاط.

قراءة المؤشر:

يعطي مؤشر الحرية الاقتصادية المجال [1-5].

كل نقطة تعطي درجة حرية معينة.

1-2: حرية كاملة.

2-3: حرية شبه كاملة

3-4: حرية ضعيفة

4-5: حرية منعدمة.

ويساعدنا هذا المؤشر في معرفة المناخ العام للاستثمار.

- مؤشر الضبابية أو عدم الوضوح:

يصدر هذا المؤشر منذ سنة 2001 عن شركة برايس ووتر هاوس كوبرز ويقيس مؤشر

الضبابية مدى درجة عدم الوضوح في الإجراءات والتعاملات التي تؤثر على حركة

وتكلفة رأس المال.

مكونات المؤشر:

- طبيعة النظام القضائي.

- درجة تفشي الفساد.

- السياسة الاقتصادية.

- كفاءة الأسواق (متمثلة في درجة توافر المعلومات).

وتمنح هذه المكونات نقاط متساوية.

قراءة المؤشر:

- قيمة منخفضة للمؤشر: تدل على تحسين البيئة التشريعية والاقتصادية ومكافحة الفساد وتكافؤ الفرص في الوصول إلى الأسواق المالية.

- قيمة مرتفعة للمؤشر: تدل على زيادة تكلفة الحصول على رأس المال من المصادر الداخلية وانخفاض فرص الحصول على الإقراض الخارجي.

- مؤشر بيئة الأعمال:

وهو مؤشر يصدر عن مؤسسة "انتلجانس يونت" وهو مؤشر يرصد قابلية البيئة الاستثمارية للبلد لجذب رأس المال الأجنبي ويقدر الصعوبات والمعوقات التي تواجه الاستثمار بها.

مكونات المؤشر:

- حالة البنى التحتية لسكات الطرق والنقل.

- طبيعة الموقف الرسمي اتجاه الاستثمار الأجنبي.

- توافر عمالة مؤهلة و كفاءة.

- تطور الجهاز المصرفي وسهولة إعادة التمويل.

- تكاليف الخدمات الأساسية الكهرباء والاتصالات.

- الأطر القانونية الملائمة للاستثمار.

ويحسب المؤشر على أساس متوسط المعطيات الحقيقية لهذه المكونات خلال الخمس سنوات السابقة والتوقعات المستقبلية خلال الخمس سنوات المقبلة.

قراءة المؤشر:

تعطي قيم المؤشر خمس مستويات لجاذبية البلد للاستثمار

- أكبر من 8 جيد جدا.

- بين 6.5 و 8 جيد.

- بين 5.5 و 6.4 متوسط.

- بين 5 و 5.4 ضعيف.

- أقل من 5 ضعيف جدا.

ورغم وجود جزء من عدم التأكد في المؤشر متمثلا في خمس سنوات المقبلة المبنية على أساس التوقعات إلا أنه يعتبر دليل مرشد إلى ضرورة الإصلاح السياسي والاقتصادي.

- مؤشر مخاطر بيئة الأعمال BERI :

هو مؤشر يقيم النشاط الاقتصادي والسياسي للدول التي يصنفها ويولي أهمية كبيرة للاستقرار السياسي والنمو الاقتصادي وقابلية العملة للتحويل.

مكونات المؤشر:

- درجة الاستقرار السياسي.

- النمو الاقتصادي.
 - قابلية العملة للتحويل.
 - قروض قصيرة المدى.
 - قروض طويلة الأجل.
 - تكلفة عنصر العمل.
 - التضخم النقدي.
 - وضعية ميزان المدفوعات.
 - الموقف تجاه الاستثمارات الأجنبية.
 - إمكانية التأمين.
 - احترام العقود.
 - الاتصالات و البنى القاعدية.
- قراءة المؤشر:

- 3.05 إلى 4: مناخ مناسب للأعمال ومحفز.
- 2.8 إلى 3.4: مناخ أعمال ملائم نسبياً.
- 2.25 إلى 2.75: مناخ متوسط الخطر.
- 1.65 إلى 2.2: مناخ خطير على الشركات الأجنبية.
- 00 إلى 1.5: مناخ غير مناسب على الإطلاق.

- مؤشر اليورو موني للمخاطر القطرية:

هو مؤشر يصدر مرتين سنويا عن مجلة "اليورو موني" وهو يقيس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه خدمات الديون الخارجية ومدى السماح بتحويل الأرباح، وهو يولي أهمية كبرى للخطر السياسي والأداء الاقتصادي وبدرجة أقل إلى وضعية البلد تجاه الديون الخارجية.

مكونات المؤشر:

- المخاطر السياسية 25% .
- الأداء الاقتصادي 25% .
- مؤشرات المديونية 10% .
- وضعية الديون الخارجية 10% .
- فعالية الجهاز المصرفي 10% .
- قروض طويلة الأجل 5% .
- قروض قصيرة المدى 5% .
- كفاءة الأسواق المالية 5% .
- معدل إعادة الخصم 5% .

قراءة المؤشر:

يعطي المؤشر على حسب النتائج ثلاث مستويات من التنافسية:

-عالية.

- متوسطة

- متدنية.

ويعتبر مؤشر التنافسية العالمية دليل ممتاز لمعرفة درجة الاستقرار السياسي ورفي الممارسة الديمقراطية ومدى كفاءة السياسات الاقتصادية.

إلى جانب هذه المجموعة من المؤشرات هناك مؤشرات أخرى تعتمد على الهيئات والمنظمات الدولية لتقييم مناخ الاستثمار بالدول كما قد تحدث في المستقبل مؤشرات جديدة لنفس الغرض.

المطلب الرابع: آثار الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاديات الدول المضيفة

إن استضافة الاستثمار الأجنبي المباشر أصبحت تمثل إحدى التحديات الاقتصادية المعاصرة، والتدفقات الهائلة لرؤوس الأموال الأجنبية المصاحبة لها من التأثير والآثار ما بلغ حدودا بالغة التأثير على اقتصاديات هذه الدول.

وعلى الرغم من أن الحكم المسبق لمعظم الاقتصاديين على الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه مفيد للدول إلا أنه لا بد من دراسة وتقييم آثاره بدقة وواقعية ليتسنى لصانعي القرار معالجته بصفة سليمة ويمكن تلخيص آثار الاستثمار الأجنبي المباشر على الدول المضيفة فيما يلي:

1- منافع الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة لاقتصاديات الدول المضيفة

يوجد العديد من المنافع التي يحدثها نشاط الشركات متعددة الجنسيات في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة ولكن هذه المنافع لا تحدث في جميع الأحوال ولا تحدث بنفس الحجم والأهمية في البلدان المختلفة والمنافع هي كالتالي:

- زيادة الإنتاج:

عندما يتحرك رأس المال من الدولة المرسله إلى الدولة المستقبله فانه يؤدي إلى زيادة عنصر رأس المال في الدولة المستقبله و يربط هذا العنصر مع بقية العناصر الأخرى في العملية الإنتاجية فانه يؤدي إلى زيادة الإنتاج الكلي.

- زيادة الأجور:

عندما ينتقل رأس المال إلى الدولة المضيفة فانه يؤدي إلى انخفاض في معدل الفائدة وزيادة في دخول العمال وارتفاع في أجورهم وقد تكون زيادة بعض الأجور ناتجة عن إعادة توزيع الأرباح الناتجة من رأس المال المحلي.

- زيادة توظيف اليد العاملة:

وهذه النتيجة مهمة جدا خاصة إذا كانت الدولة المضيفة دولة نامية تتمتع بوفرة نسبية في اليد العاملة ناتجة عن زيادة التكاثر السكاني فاننتقال رأس المال إلى هذه الدول لبناء مشاريع جديدة يؤدي إلى توظيف اليد العاملة العاطلة عن العمل في هذه المشاريع.

- زيادة الصادرات:

إذا كان رأس المال الأجنبي في الدول المضيفة ينتج سلعا يمكن تصديرها فان هذه الدول تحصل على عملات صعبة يمكن توظيفها حسب الحاجة والغرض.

- زيادة الدخول الضريبية:

إذا كانت الدولة المضيفة في مركز يؤهلها فرض معايير ضريبية فعالة على الأرباح والدخول التي تتدفق عن مشاريع التنمية الأجنبية، فانه ونتيجة لذلك يكون لديها دخل ضريبي جديد تستخدمه في تنمية المشاريع .

- تحقيق وفورات الحجم الاقتصادية:

من الممكن أن تقوم الشركات الأجنبية المتعددة الجنسية الدخول في صناعة معينة لكي تتمكن من تحقيق وفورات الحجم الاقتصادية وذلك بسبب اتساع حجم الأسواق لهذه الصناعة ، واستخدام التكنولوجيا المتطورة التي تتطلبها أيضا ومن المحتمل أن تكون الشركات المحلية غير قادرة على جمع رأس المال الضروري والكافي لخفض تكلفة الإنتاج الناتجة عن الحجم الكبير للعملية الإنتاجية فإذا استطاع المستثمر الأجنبي بنشاطه أن يحقق وفورات الحجم الاقتصادية فإنها تساعده على خفض أسعار السلع المنتجة والمعدة للاستهلاك.¹

- تزويد الدول المضيفة بالمهارات التقنية والإدارية والتكنولوجية الجديدة:

ويؤكد العديد من الاقتصاديين على أن المهارات التقنية والمهارات الإدارية نادرة في الدول النامية وعليه فإنه يمكن تسوية هذا الوضع في الدول النامية المضيفة بأن تتحمل الشركات متعددة الجنسية مسؤولية إدخال رأس المال البشري في هذه الدول وذلك في صورة تقنيين وإداريين مدربين تدريبا جيدا، وبالإضافة إلى هذا فإن إدخال التكنولوجيا الجديدة في الدول المضيفة يزيد من إمكانية الإنتاج في هذه الدول.

- إضعاف قوة الاحتكار المحلي:

من الممكن أن يحدث هذا إذا كانت إحدى الشركات المحلية أو عدد قليل من هذه الشركات تحتكر النشاط الاقتصادي في صناعة ما وذلك قبل تدفقات رأس المال الداخلية الأجنبية في البلد المضيف ولكن بعد التدفقات الداخلية للاستثمار الأجنبي المباشر في البلد المضيف فإنه يظهر على الساحة منافسون جدد للشركات المحلية ويستطيعون زيادة الإنتاج وخفض الأسعار في هذه الصناعة وهكذا فإن حركة رأس المال الدولية تستطيع أن تمارس نشاطا يتخذ شكلا معاديا لسياسة التروست. Antitrust Policy.

¹ د/علي عبد الفتاح أبو شرار مرجع سبق ذكره ص 262.

2- الأضرار التي تلحقها الشركات متعددة الجنسيات بالدولة المضيفة

إن الشركات متعددة الجنسيات عند قيامها بالاستثمار في الدولة المضيفة فإنها بذلك تحدث بعض الأضرار الاقتصادية على الرغم من المنافع التي تجلبها لنفس الدولة ومن أهم هذه الأضرار:

- نقص الادخار المحلي:

إن ادعاء الدول النامية بأن التدفقات الداخلية لرؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية تجعل الحكومة المحلية تتراخى في جهودها لخلق ادخار محلي أكبر فإذا كانت الآليات الضريبية صعبة التطبيق بحيث يتعذر فرضها في مكان مناسب، فانه من الممكن أن تقوم الحكومة المحلية باتخاذ قرار بعدم جمع الضرائب من المواطنين ذوي الدخل المنخفض لتمويل مشاريع التنمية بحجة أن الشركات الأجنبية تقوم بهذه المهمة. إن هذا الدخل الضائع من الضريبة يستخدم في الاستهلاك وليس في الادخار.

- نقصان الاستثمار:

غالبا ما تقوم الشركات الأجنبية في البلد المضيف في تمويل الاستثمار المباشر جزئيا عن طريق الاقتراض من المؤسسات المالية المحلية إن هذا التصرف من الشركات الأجنبية يدفع معدل الفائدة إلى الارتفاع مما يؤدي إلى خفض الاستثمارات المحلية وهي أن الممولين المحليين لرأس المال في الدول النامية يرغبون في تقديم القروض للشركات متعددة الجنسيات أكثر من تقديمها للشركات المحلية وذلك لأن عامل الخطورة عند الشركات المتعددة الجنسية أقل منها عند الشركات المحلية. إن هذا التحول في تقديم رأس المال للشركات المتعددة الجنسية دلا من تقديمه للشركات المحلية يبعد رأس المال عن الاستخدامات الأكثر فائدة وقيمة للدولة النامية.

- عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات ومعدل الصرف:

عندما تتدفق الاستثمارات الأجنبية على البلد المضيف، فإنها تزوده بالعملات الصعبة التي تحسن وضع ميزان المدفوعات أو ترفع من قيمة العملة الوطنية للدولة المضيفة في أسواق الصرف. ولكن عندما تبدأ الشركات متعددة الجنسية في استيراد مدخلات الإنتاج التي تحتاج إليها أو عندما ترسل أرباحها إلى البلد الأم فإن هذا يشكل عبء ثقيلًا على ميزان المدفوعات وهذا يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية في الدولة المضيفة وسيكون هناك درجة محددة من عدم الاستقرار الاقتصادي.

- زيادة البطالة:

إن هذا ما يحدث في الدول النامية عندما تقوم الشركات المتعددة الجنسية بإدخال تقنياتها الكثيفة برأس المال في الدول المضيفة ومن الممكن أن تكون هذه التكنولوجيا غير ملائمة للدولة المضيفة التي تتمتع وفره نسبية في الأيدي العاملة فمن المحتمل أن تقوم الشركة الأجنبية بتعيين قدر قليل من العمال نسبيًا ولكنها تقوم عزل الكثير من العمال وذلك عن طريق إخراج الشركات المحلية من ممارسة نشاطها وتصفيتها.

- تأسيس الاحتكار المحلي:

إن تأسيس الاحتكار المحلي في الدولة المضيفة عن طريق الشركات المتعددة الجنسيات هو عكس للمنفعة المفترضة التي تقدمها الشركات المتعددة الجنسيات للدولة المضيفة وهي (إضعاف قوة الاحتكار المحلي) ويتم تأسيس الاحتكار المحلي بأن تقوم الشركات متعددة الجنسيات بعرض السلع التي تنتجها بأسعار تقل عن أسعار السلع المنافسة التي تنتجها الشركات المحلية ويساعدها في تحقيق هذا التكنولوجيا المتطورة التي تمتلكها الشركات متعددة الجنسيات حيث تمكنها من إخراج الشركات المحلية من الصناعة وإنشاء الاحتكار المحلي في الدولة المضيفة. و عليه فإن الشركات الأجنبية تبقى في البلد المضيف كمحتكر ترافقه في نشاطه جميع سلبيات الاحتكار.

المبحث الثاني: الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي.

تتميز الاقتصاديات المعاصرة بالضخامة والحاجة الكبيرة لرؤوس الأموال لتمويل المشاريع الكبيرة ودفع عملية التنمية للأمام.

وأمام حالة القصور المالي الحاد للدول الناجم عن قلة الادخار المحلي وهروب رؤوس الأموال الوطنية نتيجة للالتزامات الاقتصادية وعدم استقرار الوضع السياسي تلجأ الدول للاستدانة من الخارج.

ونظرا لكبر المشاريع التنموية وطول مدة انجاز وتحقيق هذه المشاريع يلزم أن تكون الاستدانة من الخارج طويلة الأجل، وهذا ما نراه حقيقة في الواقع، حيث أن معظم الدول المدينة تشكل الديون طويلة الأجل الجزء الأكبر من مديونيتها.

المطلب الأول: مفهوم الديون طويلة الأجل

1- طبيعة الديون طويلة الأجل

تعرف الديون طويلة الأجل بأنها "علاقة طويلة الأجل-تفوق خمس سنوات- بين دائن تتوفر له فوائد نقدية يبحث عن توظيفها ومدين في حاجة إلى تمويل، تزول هذه العلاقة مع سداد الأموال المقترضة"¹،

وتتفرد بجملة من الخصائص التي تميزها عن باقي أنواع الديون القصيرة أو المتوسطة المدى، ويمكن إجمال هذه الفروقات فيما يلي:

- من حيث المدة كما يدل عليها اسمها، ومدتها تفوق الخمس سنوات بين لحظة منح الدين ولحظة سداده.

¹- أحمد هني، "المديونية" المعرفة الاقتصادية، 1992، ص5.

- من حيث استخداماتها، وهي على عكس الديون القصيرة والمتوسطة الأجل توجه غالبا للاستثمار وتمويل المنشآت الاقتصادية العظمى العمومية أو المختلطة لانجاز الاستثمارات الكبرى.

- من ناحية التسديد، حيث تسدد الديون طويلة الأجل بمعدلات فوائد متدنية نسبيا مقارنة مع المعدلات المطبقة على الديون قصيرة الأجل التي غالبا ما تكون عالية.

- من ناحية الحصول عليها، حيث يتحكم فيها عامل السياسة، أي أنه علينا أن نعترف أن الحصول على هذا النوع من الديون لا تحكمه فقط المتغيرات الاقتصادية بل أن السياسة العامة للدولة يمكن أن تمثل عاملا مساعدا للحصول عليها، وذلك من خلال الانطواء تحت أحد التكتلات أو رفع قدرات التفاوض في إطار الأمم المتحدة وصندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

ولقد شهدت الديون الخارجية العربية ارتفاعا ملحوظا في حجمها في السنوات الأخيرة، إذ تشير البيانات الإحصائية إلى أن مديونية البلاد العربية لدول العجز المالي ذات الدخل المنخفض والمتوسط تضاعفت 11 مرة من عام 1975 إلى عام 1980، وفي عام 1986 ارتفع رقم المديونية ليصل إلى 79.9 بليون دولار، وذلك بعد انضمام بعض الدول العربية المصدرة للنفط في مديونيتها إلى مديونية الدول العربية ذات الدخل المنخفض والمتوسط¹.

ولقد واكبت الزيادة الكبيرة في حجم الديون الخارجية للدول العربية زيادة مشابهة في خدمة هذه الديون، حيث بلغت خدمة الديون في عام 1975 ما يقارب 437 مليون دولار لتصل إلى 7.8 بليون دولار عام 1980 وإلى 10.11 بليون دولار عام 1986.

والجدول (2-2) يبين الديون الخارجية وأعباء خدمتها للدول النامية بشكل عام والعربية بشكل خاص.

¹-د/ علي عبد الفتاح أبو شرار " الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات " دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى 2007، ص 218.

1992	1981	1990	1985	1980	1975	
إجمالي الديون الخارجية (بليون)						
1662.2	1605.9	1518.5	952.3	658.2	166.7	الدول النامية
	155.8	156.7	106.2	49.2	4.2	الدول العربية
خدمات الديون الخارجية (بليون دولار)						
178.5	175.6	176.3	136.3	99.5	14.5	الدول النامية
104.1	95.9	99.4	66.6	46.2	9.0	أقساط (بليون)
74.4	79.7	76.8	69.6	73.8	5.5	فوائد (بليون)
	16.7	17.7	10.4	7.8	0.43	الدول العربية
	12.1	12.8	6.8	4.9		أقساط
	4.6	4.9	3.6	2.9		فوائد
نسبة الدين للصادرات (%)						
174.4	170.3	162	212.1	89		الدول النامية
	122.5	111.3	98.4	26.7	22.3	الدول العربية
نسبة الدين للناتج المحلي (%)						
37.6	38.3	36.7	45.6	26.4		الدول النامية
	35.4	34.2	28.0	11.3	28.8	الدول العربية
معدل خدمة الدين للصادرات (%)						
18.7	18.6	18.8	30.4	13.5		الدول النامية
	13.1	12.6	4.6	3.8	8.7	الدول العربية

خدمات الدين للناتج المحلي (%)						
4.0	4.2	4.3		4.0		الدول النامية
	3.8	3.8	2.8	1.7	2.9	الدول العربية
هيكل الديون الخارجية						
						الدول النامية
55.6	55.6	56.2	63.8	35.7	22.6	مصادر خاصة
44.4	44.2	43.8	36.2	64.3	77.4	مصادر رسمية
						الدول العربية
	38.8	42.3	27.8	44.1	39.7	مصادر خاصة
	61.2	57.7	72.8	55.9	60.3	مصادر رسمية

الجدول مأخوذ من كتاب " الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" ص 220 - 221.

2- مصادر الاقتراض الدولي طويل الأجل

إن قرار الاقتراض ليس إلا وسيلة ظرفية تحتم على المقترض أن يربط اقتصاده بعلاقة طويلة المدى مع اقتصاد الجهة المقرضة والتي غالبا ما تكون دولة رأسمالية أو مؤسسات مالية دولية متخصصة.

وأضحت الدول الرأسمالية الكبرى المصدر الرئيسي للاقتراض الدولي وكنتيجة لذلك أصبحت هيمنتها الاقتصادية واضحة على الدول المتخلفة، وحتى المؤسسات المالية الدولية المتمثلة في صندوق النقد الدولي والبنك العالمي المحسوبتان على منظمة الأمم المتحدة تحت سيطرة قوى هذه الدول. ونجد التمرکز العالمي للأموال ينحصر في أسواق نيويورك ولندن وباريس وفرانكفورت وطوكيو. وأدى هذا التمرکز الجديد إلى انعكاسات سلبية في معظمها على بلدان العالم الثالث وعلى الدول المدينة خاصة، ومن هذه الانعكاسات نجد:

- لم يعد الوصول إلى الأسواق المالية أمرا سهلا أمام الدول المتخلفة نظرا لارتفاع معدلات الفائدة وتزايد طلب الضمانات الكافية.

- ارتفاع خدمات الديون الخارجية التي أثقلت كاهل دول العالم الثالث.

- تزايد هروب رؤوس الأموال الأجنبية من بلدان العالم الثالث نحو الأسواق المالية العالمية الأكثر تطورا.

كل هذه العوامل ساهمت إلى حد كبير في تمركز فائض الأموال العالمية في البلدان المصنعة الكبرى وهذا على حساب بلدان العالم الثالث، وأصبحت رؤوس الأموال تتحرك باتجاه واحد من الجنوب إلى الشمال.

وفي هذا السياق يشارك صندوق النقد الدولي في المؤتمرات التي تعقدها في الدول السبع الصناعية وتزويدها بمختلف التقارير حول اقتصاديات الدول المدينة مما يزيد من قدرات المراقبة على هذه الأخيرة.

و البلدان التي تحتاج لصندوق النقد الدولي لا تملك في معظم الحالات ضمانات دولية إضافية مما جعلها تتجه نحو صندوق النقد الدولي بدل مقرضي القطاع الخاص.

وفي السنوات الأخيرة زاد ضغط الدول المقرضة الكبرى على الصندوق في فرض برامج إصلاحية هيكلية صارمة على الدول المدينة.¹

وهذا ما يعرف لدى الاقتصاديين بشرطية صندوق النقد الدولي والتي تتضمن في العادة تقييم اختلالات توازن الاقتصاد الكلي والعيوب الهيكلية التي تؤدي إلى مشاكل في الاقتصاد.

3- دور نادي باريس ونادي لندن في إعادة جدولة الديون طويلة الأجل

¹-محسن.س و مونيل شارما "التوفيق بين الشرطية والملكية القطرية للبرامج"، التمويل والتنمية، العدد 2 يونيو 2002 ص 28.

غالبا ما تكون إحدى البلدان النامية في وضع مادي حرج يجعلها عاجزة عن سداد دينها نتيجة لارتفاع خدمة الديون، وبالتالي فإنها تفكر في وسيلة توفر له متسعا من الوقت لإعادة ترتيب وضعه المالي وترشيد أدائه الاقتصادي.

وتعرف هذه الوسيلة عند الاقتصاديين بإعادة الجدولة وهي "اتفاق ما بين الدائن والمدين ويرمي إلى تغيير آجال استحقاق أقساط سداد الأموال المقترضة"¹

وفي الحقيقة إن التفكير في الذهاب إلى إعادة جدولة الديون هو تحصيل حاصل لإفلاس خطة المدين في توظيف القروض وعجزه في توليد الموارد الضرورية لسداد دينه.

ولكي يوافق الدائن على إعادة جدولة أو رزمنة ديونه لا بد من أن يتأكد من احترام المدين للجدول الزمني الجديد ولذا عادة ما يطلب الدائن ضمانات جديدة تتعلق بكيفية تسيير القروض الجديدة لسد الفجوة التي سببها سوء تسيير القروض الأولى، بيد أن الاتفاق بين الدائن والمدين لا يكون بشكل ثنائي بل يكون في الميدان العالمي، حيث تكتل الدائنون الكبار في نادي باريس و نادي لندن ورفضوا التفاوض الفردي بين الدائن ومدينه.

ووضع هذا التكتل الدائنين في موقع قوة يفرضون بصوت واحد ومنهجية واحدة على المدين الذهاب إلى استشارة صندوق النقد الدولي وإعادة هيكلة اقتصاده وفقا لما يمليه عليه هذا الأخير.

- نادي باريس:

" أسس نادي باريس سنة 1956 إذ انعقد أول مرة لمناقشة مشاكل وصعوبات المدفوعات الخاصة بالأرجنتين، وهو يهتم بمعالجة الديون الحكومية أو العمومية للدول التي عجزت عن تسيير مديونيتها الخارجية "².

¹- أحمد هني، المرجع السابق، ص 52.

²- د. الهادي خالدي: "المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي"، دار هومة، افريل 1996، ص 174.

ويعتمد نادي باريس في إعادة جدولة ديون الدول على المبادئ التالية:

1- وجود عجز مالي حقيقي ويتم إثبات ذلك من خلال تحليل ميزان المدفوعات الذي يعطي فكرة عامة حول حجم الموارد من العملة الصعبة وكيفية استخدامها، فإذا كانت هناك فجوة بين الموارد والاستخدامات فإن النادي يأخذ قرار قبول إعادة الجدولة.

2- التفاوض يمثل البرنامج الاقتصادي المطبق من قبل الدولة المعنية محور التفاوض بينها وبين الدول الدائنة في النادي بقصد اطمئنان هذه الأخيرة على أن الدول المدينة سوف تحترم الجدول الزمني الجديد ويكون هذا التفاوض تحت وصاية صندوق النقد الدولي الذي يحدد برامج الإصلاح الهيكلي، ويصر الدائنون على مشروطة صندوق النقد الدولي بهدف التأكد من أن البلد المعني بإعادة الجدولة سوف يستعمل التسهيل المالي الجديد في القيام بإصلاحات تخدم الاقتصاد فعلياً، وبالتالي زيادة ورفع قدرته على سداد ديونه.

3- المشاركة في تحمل أعباء الديون: ونعني بمبدأ المشاركة أو مبدأ التوزيع العادل للعبء أن كل الدول الدائنة تتحمل جزءاً من قيمة تخفيض الديون المستحقة على البلد المعني دون استثناء، وفي هذا الإطار فإن كل حكومة دائنة تتمتع بصوت يعادل أصوات مثيلاتها مهما كان حجم القروض المقدمة.

وفي حالة استيفاء البلد المدين لشروط إعادة الجدولة يتوجه إلى مراحل المفاوضات مع النادي والذي يتمثل في ممثلي حكومات الدول الدائنة وممثل لصندوق النقد الدولي بصفته ملاحظاً ومراقباً يقدم للنادي تقييماً شاملاً للحالة المالية للبلد المدين. " وتتم المفاوضات في نادي باريس وفق مراحل متسلسلة بدءاً من طلب وزير المالية للبلد المدين المقدم إلى أمانة النادي والتي يوجه على إثرها رئيس النادي ومدير الخزينة الفرنسي دعوة إلى ممثلي الدول الدائنة وممثل الدول المدينة وممثل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بصفته

مراقب، وفي خطوة تالية تعقد جلسة مغلقة لا يحضرها ممثل الدولة المدينة، يقدم على اثر انتهائها إما قرار القبول أو قرار الرفض، وبالتالي العودة من جديد إلى المفاوضات إلى غاية التوصل إلى اتفاق بين الأطراف وفي حالة القبول يتم التفاوض بشكل ثنائي حول سعر الفائدة المطبق على الديون الخاضعة لإعادة الجدولة".

- نادي لندن:

أسس نادي لندن سنة 1976 على اثر انعقاد أول اجتماع لمعالجة مشاكل مدفوعات الزاير¹، وهو رغم تخصصه في إعادة جدولة الديون إلا أنه يختلف عن نادي باريس في كونه:

1- يتخصص في إعادة جدولة القروض المقدمة من طرف البنوك التجارية ولا علاقة له بالديون الحكومية الرسمية.

2- ليس له هيكل تنظيمي رسمي و أعضاؤه غير دائمين.

3- يشكل نادي لندن من لجنة استشارية للبنوك تجمع كبار البنوك المعنية بإعادة الجدولة والتي غالبا ما يرأسها بنك أمريكي وجمعية عامة للبنوك تقوم بإيجاد تسوية بين البنوك في حالة عدم الوصول إلى اتفاق بينهما.

ويعود نادي لندن ليشترك مع نادي باريس في أن كلاهما يشترط اللجوء إلى صندوق النقد الدولي لإبرام اتفاق حول برامج الإصلاح الهيكلي، ونظرا لكثرة أعضاء نادي لندن التي تتكون من مئات البنوك التجارية فان المفاوضات فيه تتسم بنوع من الطول والتعقيد ويشترط لحصول الإجماع أن تتم موافقة ثلثي البنوك المعنية.

¹ الهادي خالدي، مرجع سبق ذكره، ص 181.

المطلب الثاني: نظرة حول الديون طويلة الأجل في ظل الاتفاقيات الدولية.

تحتاج البلدان إلى وضع سياسات سليمة للاقتراض وإلى تقدير مدى قدراتها على تحمل مديونياتها على أساس نظرة مستقبلية، وكما يمكن للاستقرار السياسي أن يكون عامل جذب مساعد لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فإن العلاقات الجيدة مع الدول الأخرى تلعب دوراً مهماً في تحديد شروط الاستدانة طويلة الأجل.

1- تأثير سياسات التنسيق الدولي على تطور مخزون الديون طويلة الأجل.

تزداد الروابط الاقتصادية يوماً بعد يوم من خلال أسواق رأس المال وتدفقات التجارة وهذا ما أدى إلى حدوث مؤتمر بريتون وودز بالولايات المتحدة الأمريكية الذي دعت إليه هيئة الأمم المتحدة في يوليو/تموز 1944، وقد حضر المؤتمر 44 دولة وتمخض عنه وجود مؤسسات مالية دولية، ومن أهم هذه المؤسسات نجد صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

أ- صندوق النقد الدولي

وهو منظمة تتألف من الأقطار التي تسعى إلى تعزيز التعاون النقدي الدولي وتسهيل التوسع التجاري وبذلك تساهم في تزايد العمالة وتحسين الأوضاع الاقتصادية لدى الأقطار الأعضاء، وبالتالي فإن الوظيفة المالية للصندوق تتمثل في تقديم القروض القصيرة والمتوسطة الأجل لمساعدة الدول الأعضاء على مواجهة العجز في موازين مدفوعاتها، ويساعد الصندوق أعضائه على تنسيق سياساتهم الاقتصادية المحلية على أسس دولية.

وفي الحقيقة يمثل صندوق النقد الدولي ندوة نقدية دولية تهتم بهيكل النظام النقدي الدولي وبتطوير السياسات والاستراتيجيات التي يستطيع الأعضاء بموجبها أن يعملوا معاً لضمان نظام مالي عالمي مستقر ونمو اقتصادي مستمر.

ب- البنك الدولي

وهو مؤسسة مالية دولية تم إنشاؤها سنة 1945، والهدف من إنشائه هو تشجيع استثمار رؤوس الأموال بغرض تعمير وتنمية الدول المنضمة إليه والتي تحتاج لمساعدته في إنشاء مشروعات ضخمة تكلف كثيراً وتساعد في الأجل الطويل على تنمية اقتصاد الدولة وبذلك تستطيع أن تواجه العجز الدائم في ميزان مدفوعاتها، ومساعدة البنك تكون إما بإقراضه الدول من أمواله الخاصة أو بإصدار سندات قروض للإصدار الدولي.

وبشكل عام يقوم البنك بإقراض الحكومات مباشرة أو بتقديم الضمانات التي تحتاجها للاقتراض من دولة أخرى أو من السوق الدولية، ويشير تقرير البنك للعام المالي 2001 إلى قيام المؤسسة بإقراض الدول الأعضاء ما يزيد على 17 مليار دولار.¹

2- تحويل الديون طويلة الأجل إلى استثمار أجنبي مباشر

من المسائل التي كانت محور الاتفاقيات الدولية تحويل الديون إلى استثمار أجنبي وغالباً ما تكون هذه الاتفاقيات ثنائية أي بين دولة دائنة ودولة مدينة، ونقصد بتحويل الديون إلى استثمار مباشر بعملية استبدال قيمة دين نقدي أو جزء منه بأصول مادية منتجة أو خدمية داخل البلد المدين.

وهذه التقنية تعرف لدى أخصائيي المالية الدولية بعمليات السواب "Les swaps" إلا أنه لا بد من توفر شرط أساسي وضروري للقيام بعمليات تحويل الديون وهو يتمثل في وجود

¹ www.aljazeera.net/NR/exeres/F124FFD2-4C63-48BF-A42A-EAFB07AFE9CE...

سياسات خوصصة داخل البلد المدين إذ أن جملة الدين المحول يخصص لشراء مؤسسات إنتاجية .

وإلى جانب ضرورة تفعيل مسار الخوصصة تشترط الدول الدائنة أن يكون البلد الذي يطلب تحويل دينه بلدا فقيرا يفتقد لقدرات السداد، إلا أنه غالبا ما تكون عملية تحويل الديون مرتبطة بقدرة حكومات الدول المدينة في إقناع الأطراف الدائنة وتسهيل كافة الإجراءات القانونية والإدارية.

لكن رغم الفوائد التي توفرها عملية تحويل الديون للدول المدينة خاصة منها دول العالم الثالث والدول النامية تبقى لا تمثل الحل النهائي لازمة المديونية بل يتوجب على هذه الدول الزيادة في قدراتها الإنتاجية وتطوير صادراتها لرفع قدرات تسديد دينها ،حيث يظهر الواقع أنه رغم قبول تحويل بعض ديون الدول النامية وحتى مسح جزء منها لا تزال بعض الدول النامية تعاني من العجز التام عن سداد دينها.

المطلب الثالث: التسيير الداخلي للقروض طويلة الأجل.

بعد الحصول على القروض طويلة الأجل فإنها تمر عبر قناتين رئيسيتين هما الخزينة العمومية والبنك المركزي.

1- دور البنك المركزي في تسيير الديون طويلة الأجل.

إن البنك المركزي هو المسئول عن الاحتفاظ بقيمة الديون الخارجية على شكل عملة أجنبية ويشرف على تزويد الخزينة بالقيمة المعادلة لها العملة المحلية، كما أنه يشرف على عملية المفاوضات للحصول على الديون ويشرف على عملية إعادة الجدولة في حالة عجز الدولة عن تسديد ديونها كما أنه المسئول عن عملية تسديد الديون في حالة بلوغ آجال استحقاقها.

و بالتالي فان البنك المركزي هو الممثل الرئيسي للدولة المدينة في علاقاتها المالية والنقدية مع الخارج، في حين يترك التسيير الداخلي لقيم الديون للخزينة العمومية.

2- دور الخزينة العمومية في تسيير الديون طويلة الأجل.

بعد الحصول على قيمة الدين محل التعاقد يقوم البنك المركزي للدولة المدينة بتحويل الدين إلى العملة المحلية -حسب سعر الصرف السائد- وتتسلم الخزينة العمومية قيمة الدين بالعملة المحلية التي تشرف على تسييره وإدارته وإنفاقه وفق ما تم التعاقد عليه مع الطرف الدائن، وتعتبر الخزينة المشرف العام على تنفيذ الدين ومراقبته وذلك بإدراجه ضمن قانون المالية وتقييده في نظامها المحاسبي.

وفي هذا الإطار تنشئ الخزينة العمومية حسابا خاصا بالديون الخارجية الطويلة ومتوسطة الأجل الذي يرصد كل حركات قيم هذا الدين، ويحتوي هذا الحساب على حسابات فرعية تصنف حسب جدول الاستثمارات العامة .

خاتمة:

لقد اتضح لنا، من خلال إلقاء نظرة عامة حول الاستثمارات الأجنبية والديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي، أهمية الاستثمارات الأجنبية بالنسبة لاقتصاديات الدول المضيفة وذلك من خلال زيادة الإنتاج والأجور وكذلك زيادة توظيف الأيدي العاملة وزيادة الصادرات وزيادة الدخل الضريبية، وان كانت لا تخلوا من بعض الأضرار التي تسببها والتي من أهمها نقص الادخار المحلي وكذلك عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات ومعدل الصرف وفقدان السيادة على السياسات المحلية والخارجية.

ومن خلال الدراسة تبين لنا أن الاستثمارات الأجنبية لا تستجيب لنظام سعر الصرف المتبع فحسب، وإنما تستجيب لمتغيرات أخرى كثيرة من بينها الحوافز المالية والضريبية واستقرار الاقتصاد الكلي وحجم السوق الداخلي وكذلك تستجيب لقوة المؤسسات الحاكمة واستقرار النظام السياسي.

إلا أنه في الحقيقة وإن كان نظام سعر الصرف ليس المتغير الوحيد الذي يؤثر في سلوك الاستثمارات الأجنبية، فإنه يبقى من غير الممكن إهماله في أي نموذج يمكن أن يبنى لدراسة سلوك هذه الأخيرة.

و ما سنحاول توضيحه في الفصل الثالث من خلال الارتكاز على معطيات الاقتصاد الموريتاني هو مدى استجابة سلوك الاستثمارات الأجنبية لتغيرات سعر الصرف الموريتاني.

الفصل الثالث:

استجابة الاستثمارات الأجنبية لتغير سعر الصرف الموريتاني

المبحث الأول: تكيف الاستثمارات الأجنبية مع واقع النظام المالي الموريتاني

قبل التحدث عن تدفقات الاستثمارات الأجنبية على موريتانيا لا بد من التطرق إلى النظام المالي الموريتاني والأنظمة التي مر بها سعر صرف الأوقية الموريتانية .

المطلب الأول: النظام المالي ونظام سعر الصرف في موريتانيا

1- النظام المالي:

منذ 1960 استقلال موريتانيا كانت موريتانيا عضوا في الاتحاد النقدي دول غرب إفريقيا وكانت العملة المتداولة في البلاد هي العملة التي يصدرها البنك المركزي لهذا الاتحاد، وابتداء من 30 مايو 1973 أعلنت موريتانيا استقلالها النقدي عن الاتحاد، ود تعزز ذلك بإنشاء البنك المركزي الموريتاني بموجب القانون 73/118، وذلك برأس مال قدره 200000000 أوقية، وقد أوكلت لهذا البنك المركزي مهمة إصدار العملة الوطنية الجديدة للبلاد، ويعتبر هذا البنك عمومي ذو استغلال مالي وهو مسئول عن إصدار الأوراق النقدية وكذلك القطع النقدية المساعدة من العملة الوطنية التي أطلق عليها اسم الأوقية، وقد حددت قيمة هذه العملة بوزن من الذهب يعادل 0.0016 غرام من الذهب، وقد حددت بالرجوع إلى سلة من العملات الصعبة تتألف من الدولار، الفرنك الفرنسي، المارك الألماني، والفرنك البلجيكي، والبسطة الإسبانية.¹

ويعود تسمية النقود الوطنية بالأوقية إلى النظام الحسابي الذي كان متبعاً في البلاد قبل إنشاء هذه النقود كان يطلق على خمس فرنكات إفريقية ، تسمية أوقية، ولذا تبنت السلطات النقدية سعر صرف للنقود الجديدة يعادل الخمس فرنكات غرب إفريقية لكل وحدة نقدية

¹ Jean Afrique Economique: spécial Mauritanie, 1998, p 143.

للقود الجديدة أي الأوقية، وذلك بغرض إبقاء نظام العد كما هو عليه من جهة ومن جهة أخرى بغرض طمأنة المؤسسات الاقتصادية الوطنية.¹

وعدا الاستقلال النقدي واجهت البلاد الكثير من الصعوبات لعل أهمها عدم كفاية أرصدة البلد من العملة الصعبة على تغطية التزامات البلد اتجاه العالم الخارجي، ولعل السبب في ذلك هو تراجع أسعار الحديد في السوق الدولية، والذي كان يمثل أهم مصدر للبلاد للحصول على العملات الصعبة هذا إلى جانب الجفاف الذي ضرب البلاد في عقد السبعينات. وأمام عدم كفاية أرصدة البلاد من العملات الصعبة فان تأمين وفاء البلاد بالتزاماتها اتجاه العالم الخارجي، كانت تعتمد بدرجة كبيرة على المساعدات الأجنبية.

وفي بداية الأمر تقدمت موريتانيا إلى فرنسا طلب فتح حساب للتسليف بمبلغ 10 مليار فرنك غرب إفريقي ليكون احتياطي يمكن أن تلجأ إليه الدولة الموريتانية في حالة العجز عن الوفاء بالتزاماتها اتجاه الخارج إلا أن هذا الطلب تم رفضه وقد يكون السبب في هذا الرفض راجع إلى الخوف من أن يشجع قبول مثل هذا الطلب الدول الأخرى المشاركة في الاتحاد النقدي لدول غرب إفريقيا على الخروج من هذا الاتحاد وتقديم طلبات فتح حسابات مماثلة.

إلا أن المساعدات العربية التي قدمت للبلاد في تلك الفترة كان لها الفضل في تأمين القدر اللازم للبلاد من العملات الصعبة ومن بين الدول التي ساعدت في هذا المجال نذكر الجزائر، ليبيا، الكويت، العربية السعودية، وتمثلت تلك المساعدات في تقديم قروض ميسرة ومساعدات فنية وضعت تحت تصرف البنك المركزي الموريتاني.

ومنذ إنشاء البنك المركزي أنيطت به المهام التقليدية للبنوك المركزية في العالم، وذلك من حيث احتكار سلطة الإصدار النقدي، وكونه ملجأ أخير لإقراض النظام المصرفي ،

1 أمان أحمد ولد أحمد، تطور النظام المصرفي الموريتاني خلال الفترة 1972-1997، ص 42.

هذا إلى جانب وضع وتنفيذ السياسة النقدية وإدارة أرصدة البلد من العملات الصعبة هذا فضلا عن كونه وكيلا ماليا للحكومة ومستشارا لها في المجال النقدي والمالي.

وفي مجال السياسة النقدية فان البنك المركزي هو المسئول عن مراقبة الكتلة النقدية المتداولة وتوجيهه وتأمين الائتمان ومراقبة النظام المصرفي من أجل ضمان احتياطياته من العملات الصعبة الضرورية لتأمين المبادلات الدولية للبلاد.¹

وهو يستخدم في سبيل ذلك الأدوات التقليدية المباشرة للسياسة النقدية من تحديد لمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة ومعدلات إعادة الخصم ومعدلات الاحتياطي الإجباري الذي تلزم المؤسسات المصرفية بالاحتفاظ به لديه.

أما المصارف التجارية التي كانت متواجدة في البلاد فلم يتجاوز عددها الأربعة مصارف هي:

- الشركة الموريتانية للبنك برأسمال 120 مليون أوقية.
- البنك العربي الليبي الموريتاني للتجارة الخارجية برأسمال قدره 200 مليون أوقية.
- البنك الدولي الموريتاني.
- البنك العربي الإفريقي برأسمال قدره 150 مليون أوقية.

هذا بالإضافة إلى مؤسسات التأمين التي لم يكن متواجدا منها حتى نهاية 1973 إلا مؤسسات تأمين أجنبية وابتداء من سنة 1974 تم تأمين هذا القطاع بموجب القانون رقم 74-160 وقد أنشأ هذا القانون الشركة الموريتانية للتأمين وإعادة التأمين SMAR ، وهي

¹ Ouled sidi Mohamed Mohamed "Independence de la banque centrale cas des pays du Maghreb » p 84.

مؤسسة عمومية ذات طابع تجاري وصناعي وكان رأس مالها عند التأسيس 100 مليون أوقية.¹

وكذلك الخزينة العمومية التي وجدت في فترة التبعية المالية والاقتصادية والنقدية للبلاد وكانت مرتبطة بالبنك المركزي لدول غرب إفريقيا في موريتانيا ود تميزت هذه الفترة بانعدام العلاقة بين الخزينة العمومية الموريتانية والمصارف التجارية الموجودة في البلاد. وتعتبر الإجراءات التي اتخذت بدء من سنة 1985 وحتى نهاية 2002، إجراءات واضحة نسبيا ، ومن أهمها :

- صدور أمر قانوني رقم 10/87 الصادر بتاريخ 15 فيفري 1989، يقضي بحصول موريتانيا على قرض مالي يوجه إلى القطاعات الصناعية.²

- صدور أمر قانوني رقم 29/90 الصادر بتاريخ 17 مارس 1990 يقضي بتقديم بعض التسهيلات الضريبية والجمركية للشركات الأجنبية الراغبة في الاستثمار في المجال المنجمي.³

- صدور أمر قانوني رقم 22/98 الصادر بتاريخ 1998 ، يقضي بإنشاء بعض الهيآت المتخصصة بهدف تفعيل التعامل مع العالم الخارجي.⁴

¹ Bureau d'études d'information et de Marketing Guide de l'opérateur économique de Mauritanie, p36.

² الجريدة الرسمية، الأمر القانوني رقم 10 الصادر بتاريخ 15 فيفري 1989، ص 14.

³ الجريدة الرسمية الأمر القانوني رقم 29 الصادر بتاريخ 17 مارس 1990، ص 26.

⁴ الجريدة الرسمية الأمر القانوني رقم 22 الصادر بتاريخ 14 يناير 1998، ص 30.

2- نظام سعر الصرف الموريتاني:

أما فيما يخص أنظمة سعر الصرف المتبعة في موريتانيا فقد كان سعر صرف الأوقية يتبع لسلة من العملات الصعبة ومثبتا مع العملة الموحدة لغرب إفريقيا بما يعادل أوقية لكل خمس فرنكات غرب إفريقية ، وبعد مرحلة الخطط الاقتصادية التي مرت بها موريتانيا لجأت موريتانيا إلى برامج التصحيح الهيكلي وهو ما دعا إلى تغيير نظام سعر صرف الأوقية من نظام ثابت إلى نظام التعويم المدار سنة 1989 وحتى يومنا هذا، وهو ما دعا إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية سنة 1989 ب 10% على أساس طلب المؤسسات المالية الدولية، التي ترى أن العملة الوطنية مقيمة بسعر أكبر من قيمتها¹.

وبالتالي أصبح نظام سعر الصرف الذي تبنته موريتانيا، نظام مرن وموجه، حيث يحدد البنك المركزي السعر الرسمي من خلال ترجيح كل من اتجاهات السوق وأهداف السياسة الاقتصادية.

ومن خلال ذلك أبدى الحساب الجاري الموريتاني بعض الحساسية اتجاه التذبذبات حول التبادل، وتبرز تغيرات أسعار الصادرات (خام الحديد والمنتجات البحرية) وتذبذب أسعار النفط أهمية وجود سعر صرف أقل جمودا لحماية موريتانيا من صدمات التجارة الخارجية التي هي عرضة لها.

ويمكن لضبط سعر الصرف الاسمي أن يساعد في تلطيف بعض الآثار السلبية لحدود التبادل أو التخفيف من وطأة الصدمات الحقيقية وبما أن الأجور والأسعار ليست مرنة بما فيه الكفاية لكي تستجيب لتقلبات حدود التبادل فان مرونة أسعار الصرف الاسمية تبدو أفضل أسلوب يمكن أن يوصى به لأنها تمكن من تحقيق النتائج التالية²:

- تسريع وتيرة ضبط سعر الصرف الحقيقي.

¹ Banque centrale de Mauritanie, bulletin trimestrel, 1991, P 48.

² يسلم ول حمدان "عناصر تحليل النمو الاقتصادي في موريتانيا" المركز الموريتاني لتحليل السياسات ص 103.

- تفادي ارتفاع غير متوقع لسعر الصرف الحقيقي.

- المحافظة بصورة أعم على تنافسية الصادرات.

وقد مال البنك المركزي الموريتاني دائما إلى تركيز سياسته في مجال الصرف على سعر الصرف بين الأوقية والدولار الأمريكي، ومن الناحية العملية فقد بقيت قيمة الأوقية بالنسبة للدولار أكثر استقرارا طوال العقدين الماضيين منها بالمقارنة مع اليورو والين.

وحتى شهر يوليو سنة 1995 كان البنك المركزي يمارس رقابة مشددة على التزود بالعملات الأجنبية وعلى استخدامها في نفس الوقت ، والى جانب سوق الصرف الرسمية كانت ثمة سوق عمالات حاضرة محدودة تتولاها المصارف التجارية وأخرى موازية غير مشروعة إلا أنها كانت مقبولة ضمنا ، مع فوارق كبيرة جدا أحيانا بين الأسعار المطبقة في هذه الأسواق الثلاث.

وبين سنتي 1995 - 1998 ، تم تنفيذ سلسلة من الإصلاحات قبل التوصل إلى سوق صرف موحدة السعر، وقد أنشأ البنك المركزي سوق صرف بين المصارف سنة 1995 تجمع نظام الصرف في مكونين، حيث تولى البنك المركزي الإشراف على سوق الصرف الرسمية بينما تولت المصارف التجارية إدارة سوق العمالات الحاضرة ، وتتمثل الإصلاحات الرئيسية المذكورة في:

- تخفيض هامشي في حصة مداخل الصادرات خارج القطاع المنجمي الواجب إيداعها في البنك المركزي .

- دمج الصرافات في سوق العمالات الحاضرة.

- التخلي عن رقابة الصرف والسماح للمصارف التجارية ببيع العملات الصعبة لأغراض المعاملات الخارجية.

وقد تبين أن هذه الإجراءات غير كافية للحيلولة دون تجزئة السوق وذلك اثر تدهور إيرادات التصدير بنسبة 12 في المائة سنة 1998 ، وقد حدثت هذه الوضعية بالبنك المركزي إلى الحد من بيع العملات الصعبة والعودة إلى تطبيق أسعار تختلف عن أسعار السوق ، وهكذا ارتفعت قيمة الأوقية بشكل مفرط كما ازداد بشكل ملموس الفرق بين سعر السوق الرسمية وسعر السوق الموازية.

وخلال سنتي 1998 - 1999 ، تم استحداث إجراءات جديدة بغية زيادة احتياطات العملة الصعبة الأجنبية عبر إلغاء بعض القيود على السوق ، كما استهدفت هذه الإجراءات تحسين ظروف سوق الصرف واستعادة الثقة بصورة تدريجية في الأوقية، ويذكر من بين هذه الإجراءات:

- خفض تدريجي لحصة العملات الصعبة من صادرات القطاع المنجمي أو القطاعات الأخرى الواجب إيداعها لدى البنك المركزي.
- السماح للمقيمين بإيداع حسابات بالعملات الصعبة في المصارف التجارية .
- إلغاء القيود على بيع العملات للمسافرين إلى الخارج.
- تكييف مراكز المصارف التجارية الصافية مع المعايير الدولية.

وفي نهاية سنة 1999، تمخض إنشاء سوق الصرف اليدوي عن دعم الجهود الرامية إلى الربط بين السوق المصرفية البنينية وبين سوق العملات الحاضرة . ولم تنجح الجهود التي بذلت سابقا في حمل المصارف التجارية والصرافات على العمل ضمن نفس السوق ، حيث استمرت المصارف التجارية في العمل مباشرة مع زبائنها ومع البنك المركزي في إطار سوق العملات الرسمية غير الحاضرة واستمرت الصرافات في العمل منفردة في سوق العملات الحاضرة.

وقد حمل السلطات اتساع الفرق بين السعر الرسمي والسعر الموازي على إنشاء سوق سعر الصرف اليدوي بالبنك المركزي واستخدامه وسيلة للمحافظة على سعر الصرف في سوق العملات الحاضرة بمعدلات تنافسية ، فكلما تجاوز الفرق 10% ، يشتري البنك المركزي العملات الصعبة الأجنبية من سوق العملات غير الحاضرة وبيئها للصرافات في سوق العملات الحاضرة اليدوية ، ونتيجة لهذه التدخلات تقلص الفرق بين السعر الرسمي والسعر الموازي بنسبة 4% بين أكتوبر سنة 1999 ومارس 2000 .

وفي ابريل سنة 2000 تم إنشاء سوق الصرف الموسع ليحل محل سوق سعر الصرف اليدوي من أجل توحيد وتعميق سعر الصرف، ويتطلب الحصول على رخصة المشاركة في سوق الصرف الموسع التي يمنحها البنك المركزي إيداع مبلغ بالأوقية يكافئ 20000 دولار أمريكي بفائدة قدرها 2.5% في مؤسسة الإصدار المذكورة .

ويتعين على كل مشارك في سوق الصرف الموسع أن يفتح حسابين لدى البنك المركزي، أحدهما بالدولار والآخر بالعملة المحلية وتتم المعاملات عن طريق التحويل من أحد هذين الحسابين إلى الآخر .

ولتعميق السوق وتعزيز المنافسة داخل سوق الصرف الموسع، استحدث البنك المركزي الإجراءات التالية :

- الإلغاء التام لإجبارية إيداع العملات الصعبة المتأتية من صادرات قطاع المناجم أو من القطاعات الأخرى لدى البنك المركزي.

- رفع سقف مشاركة الصرافات .

- خفض هامش الشراء والبيع من لدن البنك المركزي إلى 1 % .

الفصل الثالث : استجابة الاستثمارات الأجنبية لتغير سعر الصرف الموريتاني

وإبتداء من شهر نوفمبر سنة 2001، أصبح تبادل العملات الأجنبية مجانا داخل سوق الصرف الموسعة وبالمقابل، فقد أخضع سحب العملات نقدا لعمولة قدرها 1 في المائة للشيكات السياحية.

وفي الوقت الحالي يحدد البنك المركزي يوميا سعر الصرف بناء على اعتبارات عدة منها تطور العرض والطلب في سوق الصرف الموسعة والتوقعات التضخمية ومستوى احتياطات العملة الصعبة والمحافظة على القدرة التنافسية.

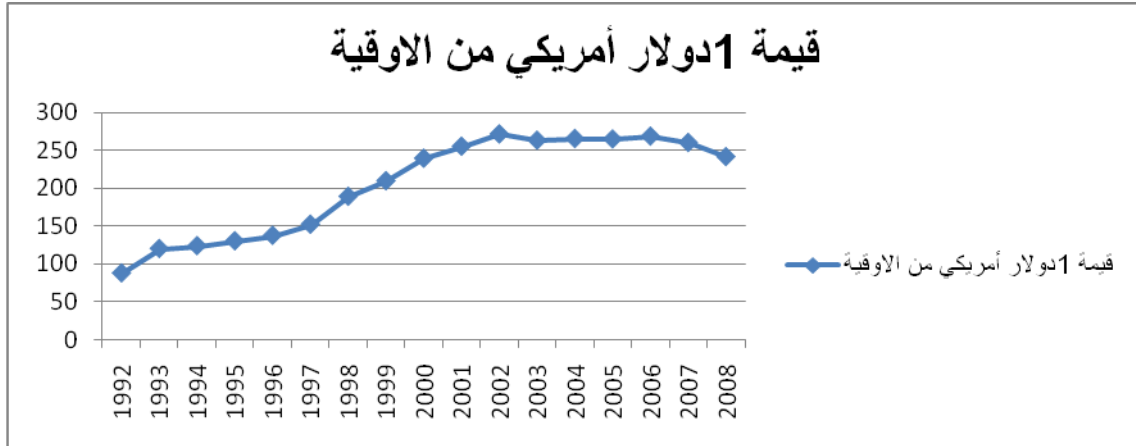
والجدول 1-3 يبين تقلبات سعر الصرف خلال الفترة 1992-2008.

الجدول 3-1 يبين تطور سعر صرف الأوقية الموريتاني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1992-2008

السنة	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
قيمة 1دولار من الأوقية	87.48	119.85	123.59	130.05	137.26	152.03	188.96	209.53	239.37	255.21	271.52	263.2	265.42	264.8	268.6	260.1	241.5

المصدر: البنك المركزي الموريتاني " الإدارة العامة للأسواق وتسيير السيولة ".

الشكل 3-1 يوضح تغير سعر صرف الأوقية خلال الفترة 1992-2008.



المطلب الثاني: المناخ العام لرأس المال الأجنبي خلال الفترة 1992- 2008.

اتخذت موريتانيا ضمن سياستها الانفتاحية عدة إجراءات بهدف تسهيل الاستثمار المباشر الخارجي في موريتانيا ومن بين تلك الإجراءات:

-الإطار التنظيمي: تحرير الأسواق والأسعار والقضاء على حواجز الدخول واعتماد مدونات للمنافسة والتجارة والتحكيم والإجراءات التجارية ومراجعة مدونة الاستثمارات والانضمام للاتفاقيات الدولية المتعلقة بحقوق الأعمال واعتماد اتفاقية الأمم المتحدة لمناهضة الرشوة.

-الإطار القضائي: إعادة الاعتبار لوضعية القضاة وتكوينهم،مراجعة نظام تحفيز عمال القضاء وتحسين وضعية بعض المهن المرتبطة بالقضاء (الموثقين،الكتاب العدليين،كتاب الضبط).

-الإطار المؤسسي: التشاور بين الدولة والقطاع الخاص وإقامة مؤسسات للتنظيم وإنشاء هيئة مكلفة بترقية الاستثمار الخصوصي وإشراك القطاع الخاص في آلية إعداد ومتابعة تنفيذ خطة متابعة الفقر.

1- الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

إن حصة موريتانيا من الاستثمارات الأجنبية المباشرة تشهد تزايدا واضحا ابتداء من التسعينيات في القرن الماضي حيث ارتفعت من 0.2 % سنة 1992 إلى 0.4 سنة 2000 ومنه إلى 1.3 سنة 2003، وخلال هذه الفترة ازداد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى موريتانيا بأكثر من الضعف، حيث ارتفعت بنسبة 69.5% في المتوسط

سنويا لتبلغ 214 مليون دولار سنة 2003، كما مثلت هذه التدفقات حوالي 0.33% من قيمة الناتج الداخلي الخام بين سنتي 1970 و 1990.¹

ومن حيث المخزون فقد ارتفعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في موريتانيا من 39 مليون دولار سنة 1985 إلى 562 مليون دولار سنة 2004، وخلال الفترة من 1985 إلى 2000 تزايد هذا المخزون بوتيرة 8.8% في المتوسط سنويا، بينما ارتفعت هذه الوتيرة إلى 59.3% سنويا خلال الفترة 2000-2003، ومن ثم ازدادت الاستثمارات الأجنبية المباشرة زيادة كبيرة خلال الفترة 2003-2006، فقد تغيرت من 214 مليون دولار سنة 2003 إلى 814 مليون دولار سنة 2005، والى 153 مليون دولار سنة 2006، وباعتبار النسبة المئوية من الناتج الداخلي الخام فقد تغيرت من 26.2% سنويا إلى 43.8% سنة 2005، والى 5.8% سنة 2006، وكانت كل هذه الاستثمارات تقريبا موجهة إلى قطاعات الاستكشاف والاستغلال البترولي والمعدني ومجال المواصلات والى القطاع المالي خاصة إنشاء فروع للبنوك الخارجية في البلاد.²

ومع هذا فان نمو الاستثمار الأجنبي المباشر في موريتانيا يواجه المعوقات التالية:

- ضعف الطلب الداخلي: إن السوق الموريتانية تعتبر سوقا ضيقة بالمقارنة مع بعض البلدان الإفريقية الأخرى فكثافتها السكانية لا تصل إلى 4 ملايين نسمة.
- ضعف مستوى متوسط الدخل أي الدرة الشرائية.
- هشاشة الاقتصاد أي نقص في تنوع الاقتصاد الوطني.
- نقص البنى التحتية مما يحد من إمكانيات التمركز خارج الوطن .
- انعدام يد عاملة مؤهلة ومتكيفة مع متطلبات المنافسة العالمية

¹ الحسن ول زين "عناصر تحليل النمو الاقتصادي في موريتانيا"المركز الموريتاني لتحليل السياسات أغشت 2005 ،ص 10.

² البنك المركزي الموريتاني التقرير السنوي 2006 ص 30.

- الارتفاع النسبي لتكاليف الإنتاج

- الروتين الإداري الذي يفرض حوالي إحدى عشر مسطرة إدارية تستغرق 73 يوما كما يتسبب في تكلفة متوسطة تمثل 109.7% من الدخل الوطني الخام للفرد.

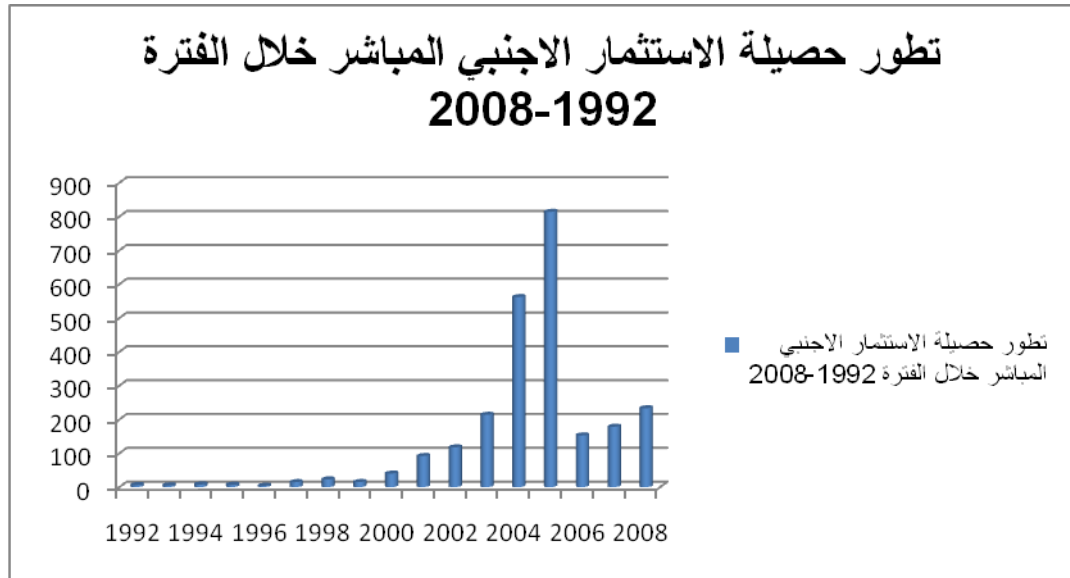
والجدول 2-3 يوضح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1992-2008.

السنوات المتغير	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الاستثمار الأجنبي المباشر بالمليون دولار	6.3	5.2	8.1	7	4	1.5	2.3	1.5	40.1	92.2	117.6	214	562	814	153	178.6	233.4
سعر الصرف 1دولار/الأوقية	87.4 8	119.8 5	123.5 9	130.0 5	137.2 6	152.0 3	188.9 6	209.5 3	239.37	255.21	271.52	263.2	265.4 2	264.8	268.6	260.1	241.5
الاستثمار الأجنبي المباشر بالمليون أوقية	551. 124	623.2 2	1001. 079	910.3 5	549.0 4	228.0 45	434.6 08	314.2 95	9598.7 37	23530.3 62	31930.7 52	56324 8.	14916 6.04	21554 7.2	41095 8.	46453. 86	56366.1

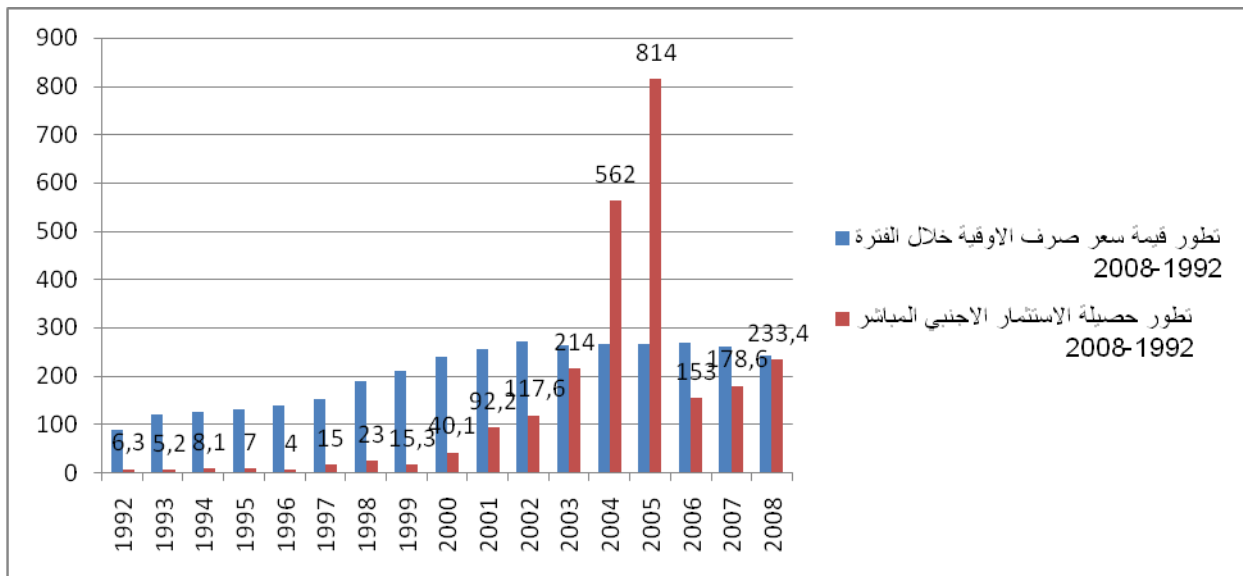
الجدول 2-3 يبين تطور حصيلة الاستثمار الأجنبي المباشر في موريتانيا خلال الفترة 1992-2008 بالمليون دولار أمريكي.

الفصل الثالث : استجابة الاستثمارات الأجنبية لتغير سعر الصرف الموريتاني

الشكل 2-3 يوضح تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بالمليون دولار خلال الفترة 1992-2008.



الشكل (3-3) يوضح تطور حصيلة الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1992-2008 مقارنة مع سعر الصرف.



2- الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمارات الأجنبية.

تعتبر إشكالية المديونية مثار نقاش متكرر سواء على الصعيد النظري أو على الصعيد العملي بحكم انعكاساتها المتعددة المتناقضة أحيانا على نمو الاقتصاد تبعا لدرجة المديونية وقابلية احتمالها .

وخلال الثمانينات واجهت موريتانيا عبء ثقيل ناتجا عن مديونيتها الخارجية، يقارب 280% من الناتج الداخلي الخام في بداية هذا العقد، أدى إلى مخاطر جدية على إمكانيات نمو الاقتصاد الوطني، وللحد من هذه المخاطر وتحويل المديونية إلى أداة في خدمة تمويل النمو ، انطلقت موريتانيا في ديناميكية لتحسين تسيير ديونها ارتكزت على مواصلة سياسات اقتصادية كلية مناسبة واللجوء إلى تمويلات خارجية بشروط ميسرة ، وقد ترجمت هذه السياسات خلال فترة التقويم من 1985 إلى 2002 في الانخفاض التدريجي للقروض بما فيها أشباه الهبات بين فترتي 1985-1991 (45% مقابل 60%) و 1992 إلى 2002 (22.8% مقابل 8.9%) .

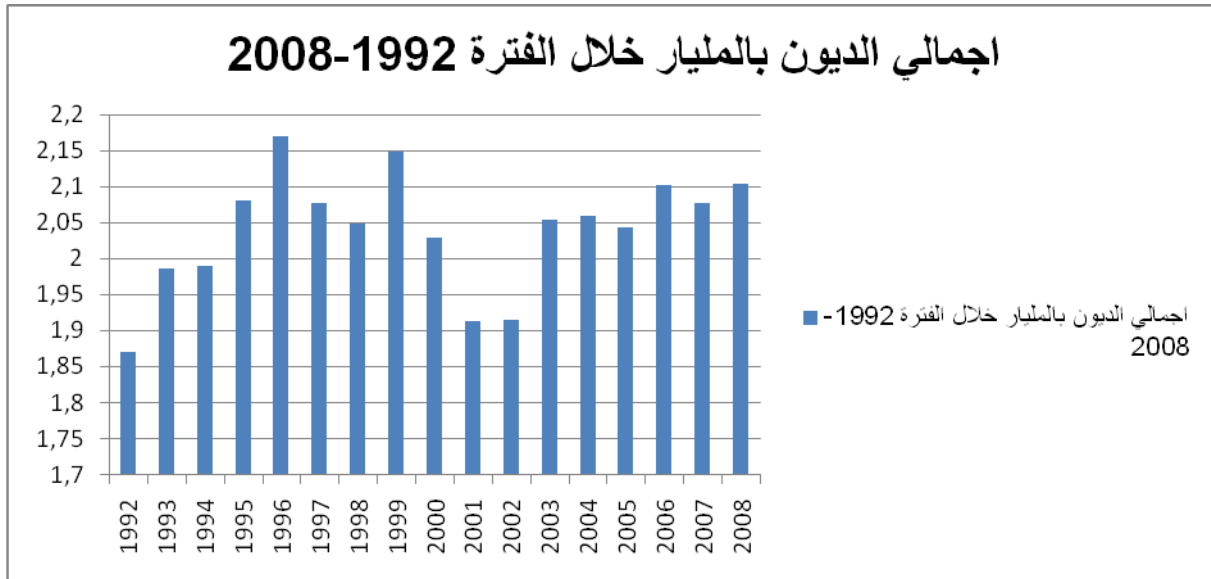
والجدول 3-3 يبين إجمالي الديون الموريتانية طويلة الأجل

الجدول 3-3 يبين إجمالي الديون الموريتانية بالمليار خلال الفترة 1992-2008.

السنة	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الديون بالمليار دولار	1.990	1.1985	1.990	2.081	2.169	2.077	2.049	2.148	2.029	1.914	1.916	2.054	2.060	2.043	2.102	2.078	2.104

المصدر: المركز الموريتاني لتحليل السياسات 2008.

الشكل 3-4 يوضح إجمالي الديون بالمليار دولار خلال الفترة 1992-2008.

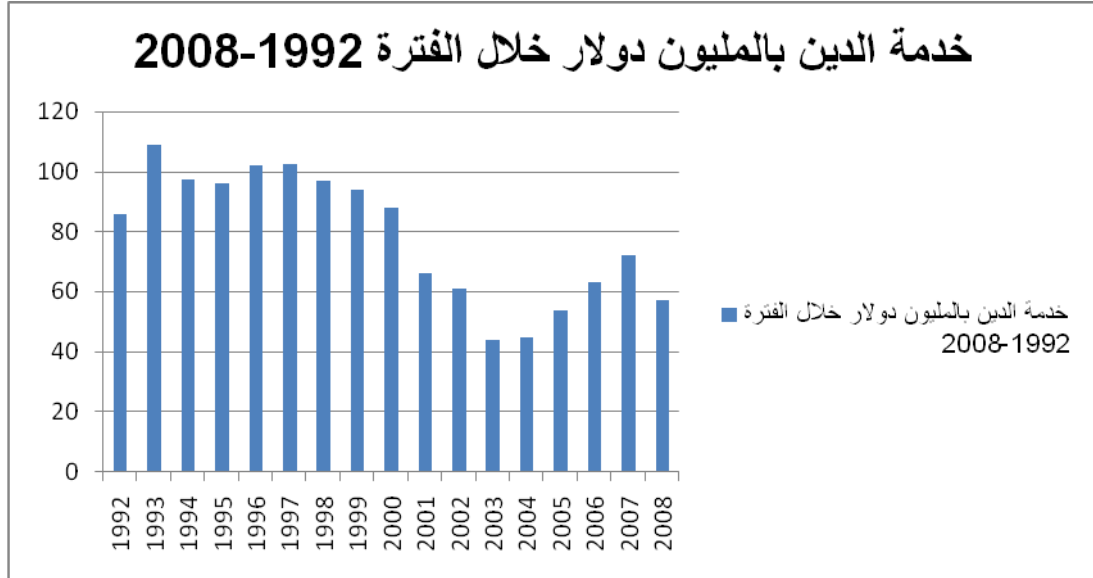


الجدول 3-4 يبين تطور خدمة الديون الموريتانية بالمليون دولار خلال الفترة 1992-2008

السنة	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
خدمة الدين بالمليون دولار	85.93	109.1	97.2	96.0	102.0	102.6	97.0	94.0	88.0	66.0	61.0	44.0	45.0	54.0	63.0	72.3	57.2

المصدر المركز الموريتاني لتحليل السياسات 2008.

الشكل 3-5 يوضح تطور خدمة الدين بالمليون دولار أمريكي خلال الفترة 1992-2008.



المبحث الثاني: دراسة قياسية لفترة التعويم المدار باستعمال التكامل المتزامن.

عرفت حجم المبادلات الدولية وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية زيادة ملحوظة في نهاية القرن الماضي يمكن تفسير جانب منها بتنامي ظاهرة العولمة الاقتصادية.

ولقد حاول بعض الاقتصاديين المعاصرين والمختصين في الإحصاء تفسير هذه الظاهرة وظهرت عدة نماذج إحصائية تدرس العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية خاصة منها الكلية.

وفي هذا المبحث سنوضح ما إذا كانت هناك علاقة بين متغير سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ومخزون الديون طويلة الأجل. وإذا ما كان تغير سعر الصرف يؤثر في حركة هذه الأخيرة. وسنختار في هذه الدراسة النموذج الأكثر حداثة واستعمالا وهو نموذج التكامل المتزامن والذي يمتاز بدراسة العلاقة بين المتغيرات في المدى الطويل .

ولهذا سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين يتعلق الأول بتوضيح تقنية التكامل المتزامن أما المطلب الثاني فسندرس تغيرات تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل بعد تغير نظام الصرف إلى نظام التعويم المدار اثر تطبيق موريتانيا لبرنامج الإصلاح الهيكلي.

المطلب الأول: نظرة عامة حول أدبيات التكامل المتزامن

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية أن السلسلة مستقرة أو ساكنة « stastionary »، وفي حالة غياب صفة الاستقرار فان الانحدار الذي نحصل عليه يكون غالبا زائفا « Spurious » بالرغم من كون معامل التحديد (R^2) عاليا ويرجع

هذا إلى وجود عامل الاتجاه Trend الذي يؤثر على المتغيرات في نفس الاتجاه أو الاتجاه المعاكس.¹

ويعتبر يول² 1926، أول من وضع دراسة رسمية لوجود علاقات إحصائية وهمية وضح فيها أن معامل الارتباط بين سلسلتين إحصائيتين غير مستقرتين يتجه نحو الواحد في حين أنه في المدى الطويل لا توجد أي علاقة بين متغيرات النموذج.

1- أصول مفهوم التكامل المتزامن:

كان كل من Clive Granger و Paul Newbold سنة 1974 أول من مهدا أسس اختبار التكامل المتزامن متخطين مشكل الانحدار الزائف في حالة السلاسل غير المستقرة. وقد اعتمدا على مقاربة Box Jenkin والتي تركز على مفاضلة المتغيرات من أجل رفع الجذور الوحودية، إلا أن هذه المقاربة تحتوي على مشكل احتمال فقدان معلومات السلاسل الزمنية في المدى الطويل.

وتحليل التكامل المتزامن يسمح بتحديد بوضوح العلاقة الحقيقية بين المتغيرات في المدى الطويل على عكس النماذج الإحصائية التقليدية ومفهوم التكامل المتزامن يقوم على فكرة جوهرية هي:

" في المدى القصير قد تكون السلسلتين الزميتين X_t و Y_t غير مستقرتين لكنها تتكامل في المدى الطويل أي توجد علاقة ثابتة في المدى الطويل بينها هذه العلاقة تسمى علاقة التكامل المتزامن وللتعبير عن العلاقات بين مختلف هذه المتغيرات غير المستقرة لا بد أولاً من إزالة مشكل عدم الاستقرار وذلك بإدخال اختيار الجذر الأحادي واستعمال نماذج تصحيح الأخطاء (MCE) ."

¹- عبد القادر محمد عبد القادر عطية : الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،1998، ص 661.
² Allain pirote : L'économies des origines aux développements récents, éditions, CNRS ,Paris 2004 p 98.

ومن شروط التكامل المتزامن تحقق ما يلي:

- أن تكون السلسلة الزمنية للحد العشوائي الناتجة عن فروقات من نفس درجة التكامل .
- أن تكون درجة التكامل الناتجة عن التركيبة الخطية للسلسلتين أ ل من قيمة الرتبة الكبرى.

2- مراحل اختبار التكامل المتزامن:

إن اختبار التكامل المتزامن يتحقق من خلال المرور على جملة من الاختبارات المتسلسلة والتي لا تصح التالية منها حتى نتأكد من صحة الأولى وهذه الاختبارات هي على الترتيب كما يلي:

2-1 اختبار Dickey-Fuller Augmente (ADF) : والغاية من هذا الاختبار هو الكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية، والمعروف أن اختبار ADF جاء على اثر القصور الذي ميز اختبار Dickey- Fuller (DF) هذا الأخير الذي افترض أن الأخطاء غير مرتبطة فيما بينها في حين أن الواقع بين أن الأخطاء مرتبطة فيما بينها، ولذا فإن اختبار ADF أخذ في الحسبان أثناء إعداد النماذج القاعدية وجداول الاختبارات فرضية ارتباط الأخطاء فيما بينها.

ولقد جرت العادة على إجراء اختبار ADF بالاعتماد على اختبار DF 1979 الذي يستخدم بعض صيغ الانحدار.

$$[1]Dy_t = \lambda y_{t-1} + \mu_t$$

$$[2]Dy_t = A1 + \lambda y_{t-1} + \mu_t$$

$$[3]Dy_t = A1 + A2T + \lambda y_{t-1} + \mu_t$$

ويلاحظ إدخال الحد الثابت A1 في المعادلة [2] وإدخال حد الاتجاه العام ممثلاً في الزمن T في المعادلة [3] ولكن في حالة ارتباط الأخطاء فيما بينها، فهناك ارتباط ذاتي في الحد العشوائي μ_t وهي الفرضية التي تم تعديلها في اختبار (ADF) لتصبح الصيغة الملائمة:

$$[4] \quad \Delta y_t = A_1 + A_2 T + \lambda y_{t-1} + \beta \sum_{i=1}^k \Delta y_{t-i} + \mu_t$$

الفروق الأولى $\Delta y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-2}$

الفروق الثانية $\Delta y_{t-1} = y_{t-2} - y_{t-3}$

ويتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS تحت الفرضيتين :

الفرضية الأولى : $\lambda = 0$: H_0 -

الفرضية الثانية : $\lambda \neq 0$: H_1 -

فإذا كانت الفروق الأولى من سلسلة السير العشوائي مستقرة فنقول إن السلسلة الأصلية متكاملة من الدرجة الأولى (1) $I(1)$ ، أما إذا استقر المتغير العشوائي عند الفروق الثانية فنقول أن السلسلة متكاملة من الدرجة الثانية.

2-2 اختبار التكامل المتزامن Johanson : في سنة 1988 طور جوهانسن مقاربة متعددة للتكامل المتزامن تركز على نموذج الانحدار الذاتي (var) ويقوم جوهانسن بتقدير مصفوفة التكامل المتزامن وإيجاد رتبته التي تعبر عن رتبة التكامل المتزامن.

وإذا اعتبرنا الشعاع y_t المتعلق ب N متغير متكاملين من الدرجة الأولى فان :

$$[5] \quad Y_t = \phi y_{t-1} + \phi p y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث : ε_t تشويش أبيض.

ونعيد كتابة المعادلة 5 على شكل نموذج تصحيح الأخطاء.

$$[6] \quad \Delta y_t = \pi_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \pi_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + \pi_y y_{t-p} + \varepsilon_t$$

أين المصفوفة π_i ($i = 1, \dots, p$) ذات البعد $(N \times N)$ ويلاحظ أن كل متغيرات المعادلة 5 متكاملة من الدرجة 0 باستثناء y_{t-p} المتكاملة من الدرجة 1 مما يخلق عدم توازن في المعادلة ولذا يجب تحقق شرط أن تكون $\pi_p \times t-p$ متكاملة من الدرجة 0.

$$\pi_p = \beta \alpha$$

حيث: α مصفوفة ذات البعد $(N \times R)$ والتي تحتوي على شعاع التكامل المتزامن r .

حيث β مصفوفة ذات البعد $(N \times R)$ التي تحتوي على الأوزان المشتركة لشعاع التكامل.

وبالتالي يمكن صياغة المعادلة 6 على الشكل التالي:

$$[7] \quad \Delta y_t = \pi_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \pi_{p-1} \Delta y_{t-p+1} - \beta \alpha \times t-p + \varepsilon_t$$

واختبار جوهانسن يعتمد على رتبة المصفوفة π .

وفيما يلي قواعد القرار¹:

النتيجة	رتبة المصفوفة
لا توجد علاقة تكامل متزامن	$r = 0$
كل المتغيرات مستقرة	$K = r$
يوجد علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات	$k-1 > r > 1$

في حالة $k-1 > r > 1$ يمكن حساب الإحصائية λ_{trace} والتي تعطى بالمعادلة التالية:

¹ قواعد القرار مأخوذة من مذكرة ماجستير إدارة سعر الصرف ودورها في جذب رأس المال الأجنبي دراسة حالة الجزائر 2005-2006.

$$[8] \quad \lambda \text{Trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \text{Ln}(1 - \lambda_i)$$

حيث:

n : عدد الملاحظات.

r : رتبة المصفوفة.

النتيجة	الفرضيات	λ قيمة
نرفض H_0 ونمر للاختبار الموالي	$H_1 : r > 0$, $H_0 : r = 0$	أكبر من القيم الحرجة
نرفض H_0 ونمر للاختبار الموالي	$H_1 : r > 1$, $H_0 : r = 1$	أكبر من القيم الحرجة
	.	.
	.	.
إذا كانت $r = k$ يعني H_0 في حالة رفض المتغيرات مستقرة وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل بين المتغيرات.	$H_1 : r = k$, $H_0 : r = k - 1$	أكبر من القيم الحرجة

K : عدد المتغيرات.

λ_i : هي قيم المصفوفة π .

المطلب الثاني: دراسة قياسية لفترة التعويم المدار من 1992-2008.

سنقوم في هذا المطلب باختبار الفترة الممتدة من 1992 إلى غاية 2008 باعتبارها فترة لنظام التعويم المدار الذي أصبح نظاما لسعر الصرف الموريتاني الذي صاحب بداية تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي.

وسيكون هذا الاختبار اختبارا قياسيا نستعمل فيه تقنية التكامل المتزامن المقدمة في المطلب الأول وتحت النموذج التالي :

1- بناء النموذج:

بالنسبة لسعر الصرف TC:

$$\Delta TC = PTC_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta TC_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots [1]$$

$$\Delta TC = PTC_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta TC_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots [2]$$

$$\Delta TC = PTC_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta TC_{t-j+1} + C + \beta t + \varepsilon_t \dots [3]$$

بالنسبة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ID:

$$\Delta ID = PID_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta ID_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots [1]$$

$$\Delta ID = PID_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta ID_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots [2]$$

$$\Delta ID = PID_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta ID_{t-j+1} + c + \beta t + \varepsilon_t \dots [3]$$

بالنسبة للديون الأجنبية طويلة الأجل كنوع من الاستثمار الأجنبي المباشر DL:

$$\Delta DL = PDL_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta DL_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots [1]$$

$$\Delta DL = PDL_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta DL_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots [2]$$

$$\Delta DL = PDL_{t-1} - \sum_{j=2}^P \lambda_j \Delta DL_{t-j+1} + C + \beta t + \varepsilon_t \dots [2]$$

2- مصادر المعلومات والقيم :

سنستخدم لتقدير النموذج السالف الذكر عينة إحصائية مكونة من 65 مشاهدة بالنسبة لكل متغير والتي استقيناها من مصادر مختلفة والتي حرصنا على تجانسها في الحجم والوحدة، إذ أن القيم بالنسبة لكل متغير معطاة على شكل ربايعات وكلها مقدمة مقابل الدولار الأمريكي.

- بالنسبة لسعر الصرف TC الإحصائيات مأخوذة من البنك المركزي الموريتاني الإدارة العامة للأسواق وتسيير السيولة.

- بالنسبة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ID مأخوذة من المركز الموريتاني لتحليل السياسات 2005 والبنك المركزي الموريتاني التقرير السنوي 2008.

- بالنسبة للديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر فهي مأخوذة من المركز الموريتاني لتحليل السياسات 2008.

3- اختبار التكامل المتزامن:

بالاعتماد على البيانات السابقة وبالإستعانة على برنامج EVIEWS توصلنا إلى النتائج التالية:

- نتائج اختبار السلاسل الزمنية:

باستعمال برنامج EVIEWS في اختبار ADF لتقدير النموذج السابق للمتغيرات الثلاثة تم الحصول على النتائج التالية في الجدول (3-6):

الجدول (6-3) اختبار ADF :

المتغيرات	ADF $T \lambda^J$	1% القيم الحرجة	5% القيم الحرجة	10% القيم الحرجة
TC	0.047055	-4.118444	-3.486509	-3.171541
ID	-2.299272	-4.107947	-3.481595	-3.168695
LD	-3.035095	-4.107947	-3.481595	-3.168695

ومن خلال النتائج المبينة في الجدول (6-3) الخاص باختبار ADF يتضح أن $T \lambda^J$ لكل من معدل سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي والديون طويلة الأجل أكبر من القيم الحرجة الجدولية لكل واحد منهم عند مستوى 1% و 5% و 10% ، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية، أي وجود جذور وحدوية وبالتالي عدم استقرار هذه السلاسل الزمنية.

من هنا فإن نتائج ADF تسمح لنا بالمرور إلى الاختبار الموالي وهو اختبار ADF للتفاضلات الأولى للمتغيرات غير المستقرة والجدول (7-3) يبين لنا هذا الاختبار.

الجدول (7-3) اختبار ADF للتفاضلات الأولى للمتغيرات:

المتغيرات	ADF $T \lambda^J$	1% القيم الحرجة	5% القيم الحرجة	10% القيم الحرجة
TC	-16.07872	-4.118444	-3.486509	-3.171541
ID	-7.737843	-4.110440	-3.482763	-3.169372
LD	-7.748128	-4.110440	-3.482763	-3.169372

من الجدول (7-3) يلاحظ أن قيم $T \lambda^J$ للتفاضلات الأولى للمتغيرات الثلاثة أصغر من القيم الحرجة عند المستوى 1% و 5% و 10% واستنادا إلى هذه النتائج فإننا نرفض

الفصل الثالث : استجابة الاستثمارات الأجنبية لتغير سعر الصرف الموريتاني

الفرضية العدمية ونعتبر أن كل من السلاسل الزمنية ل سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي وكذلك الديون طويلة الأجل استقرت عند الفروق الأولى ، وبالتالي فهي متكاملة من نفس الدرجة (1) وبما أن المتغيرات الثلاثة متكاملة من نفس الدرجة فيمكننا المرور إلى المرحلة الثانية .

بعد التحقق من الشرط الأول الذي يفترض تكامل السلاسل الزمنية من نفس الدرجة نقوم بالكشف عن علاقة المدى الطويل باستعمال اختبار Johansen الذي يعطينا قيمة λ trace تحت الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: $H_0 : r = 0$

الفرضية الثانية: $H_1 : r > 0$

حيث ترفض الفرضية العدمية لصالح الفرضية البديلة، إذا كانت قيم λ trace المحسوبة أكبر من القيم الحرجة الجدولية والجدول (3-8) يبين نتائج الاختبار.

الجدول (3-8) اختبار Johansen:

الفرضيات	λ trace	1% القيم الحرجة	5% القيم الحرجة
$H_0 : r = 0$	26.45715	35.45817	29.79707

من خلال الجدول (3-8) يلاحظ أن λ trace أصغر من القيم الحرجة عند 1% و 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية H_0 أي أن رتبة المصفوفة تساوي 0، $r = 0$ ، وبالتالي لا توجد علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات ولا يمكن تشكيل نموذج لتصحيح الأخطاء.

4- التعليق على نتائج الدراسة القياسية:

إن اختبار علاقات المدى الطويل بين سعر الصرف والاستثمارات الأجنبية والديون طويلة الأجل، والذي يؤكد غياب أي علاقة ما بين المتغيرات الثلاثة في المدى الطويل، يأتي مناقض للنظرية الاقتصادية والتي تفترض أن تخفيض قيمة العملة الوطنية يشجع المستثمرين الأجانب على الاستثمار داخل البلاد .

وبالتالي فإنه يمكن تفسير نتائج الاختبار بالنقاط التالية:

- إن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر المسجلة في الفترة لم تكن تحصيل حاصل نظام سعر الصرف، وإنما كانت نتيجة لسياسة التشجيع على الاستثمار والضمانات المقدمة للمستثمرين الأجانب، وكذا اهتمام السلطات الموريتانية بتوفير المناخ الملائم، وهو ما نتج عنه زيادة الاستثمار في مجال الصيد والاستثمار في مجال البترول وكذلك زيادة الاستثمار في مجال المعادن.

- إن عملية تخفيض الأوقية لم تساهم سوى في تقريب سعر صرف الأوقية الرسمي من المستوى التوازني وبالتالي كانت ردة المستثمر الأجنبي معدومة اتجاه عملية التخفيض التي لا يراها سوى عودة إلى المعقول.

- فيما يخص المديونية الموريتانية فإنها لم تشهد أي تحسن على الرغم من زيادة المداخيل السمكية والبتروولية والمعدنية، التي ساعدت على رفع احتياطي سعر الصرف الأجنبي، والسبب في ذلك هو زيادة التزامات الدولة اتجاه المرافق العمومية التي تزايدت بشكل كبير خلال الفترة.

خاتمة:

لقد حاولت موريتانيا جاهدة التكييفات مع التغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية منذ استقلالها وحتى الآن حيث حاولت في بداية الاستقلال تخطيط اقتصادها الوطني من خلال التمويلات الخارجية حيث لم تكن الموارد كافية لذلك، بعدها حاولت أن تركز استقلالها السياسي لإمكانية وجود استقلال نقدي واقتصادي حيث بدأت بخلق نقود جديدة ونظام مالي جديد تمخض عن وجود بنك مركزي وبنوك تجارية.

ومن خلال دراستنا لهذا الفصل تبين أنه خلال سنوات التخطيط لم تكن سياسة سعر الصرف في تلك الفترة ضمن أدوات السياسة النقدية للبلاد، كما أن الأوقية كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية.

وفي بداية التسعينات دخل الاقتصاد الموريتاني مرحلة جديدة حملت معها تحولات جذرية وهيكلية بعضها فرضته الأزمة والآخر جاء عن طريق التجربة الماضية.

ومست هذه التحولات أو التصحيحات نظام سعر صرف الأوقية حيث تخلى عن نظام التثبيت لصالح نظام التعويم المدار وخضعت الأوقية لعمليات تخفيض متتالية وكانت هذه الخطوة تهدف للاهتمام بسعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية التي تستخدم لإعادة التوازن خاصة توازن ميزان المدفوعات واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وكيفت نصوص التشريع لهذا الغرض، ولكن الدراسة أكدت أن نظام سعر الصرف المتبع غير قادر وحده على استقطاب الاستثمارات الأجنبية كما بينت ذلك الدراسة القياسية التي أكدت غياب أي علاقة في المدى الطويل بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي والديون طويلة الأجل .

خاتمة عامة:

لقد كان نظام تثبيت سعر الصرف هو النظام المعمول به تقريبا من طرف كل البلدان النامية وخاصة البلدان ذات الاقتصاد المخطط مركزيا وهذا لتوافقه مع سياسات الرقابة على الصرف وتقييد التجارة الخارجية والميول للنزعة الحمائية وتدعيم الأسعار التي تعتبر من أسس الاقتصاد الموجه.

ومع هذا بدأت الأزمات الاقتصادية والمالية تعصف بالاقتصاديات المخططة مركزيا، وظهرت الاختلالات الهيكلية وسقطت معظم هذه الدول في شبك المديونية الخارجية، وبدأت هذه الدول تدفع تكلفة الخروج من الأزمة التي تمثلت في مستويات مديونية خارجية مرتفعة إضافة إلى التكاليف الاجتماعية التي زادت من تحديات الخروج من الأزمة.

ومع حاجة هذه البلدان إلى مواصلة الاستدانة من الخارج رفض المقرضون الدوليون مواصلة إقراض دول عاجزة عن السداد، مما جعل هذه الدول تسعى وراء استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك لما يوفره من تمويل للقطاع الحقيقي، ورفع قدرات الإنتاج للبلدان المضيفة، وهذا ما يتطلب منها توفير مناخ عام جيد وكذا القيام بإصلاحات اقتصادية وهيكلية واسعة.

ولهذا الغرض كيفت نظم سعر الصرف وتخلت معظم الدول النامية عن نظام التثبيت لصالح الأنظمة الوسيطة، وذلك لأن نظام التعويم الحر لا يستطيع حل الأزمة نظرا لطبيعة اقتصاديات هذه البلدان التي ما تزال هشة.

ومن خلال هذا الموضوع في إطار الإشكالية المطروحة حول مدى جدوى وفعالية نظام التعويم المدار في التأثير على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة توصلنا إلى الإجابة عن الإشكالية المطروحة وتحققنا من صحة الفرضية الموضوعية.

وتم تناول الموضوع ضمن ثلاث فصول محورية حيث شمل الفصل الأول دراسة نظرية لمفاهيم سعر الصرف ودعمنا هذه المفاهيم بجديد الموضوع نسبيا المتعلق بنظرية فعالية الأسواق التي تطرق إليها FAMA ، نظرية الركن التي توصي بضرورة التخلي عن أنظمة سعر الصرف الوسيطة لصالح أحد نظامي الركن (التثبيت الصارم أو التعويم الحر) كخطوة وقائية ضد الأزمات المالية.

أما الفصل الثاني فقد تم تخصيصه بحول الله لمفهوم الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تضم كلا من الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر، وعرضنا خلال هذا الفصل أهم النظريات المحددة للاستثمار الأجنبي المباشر، وكذا شرح وتقييم سياسات تشجيع توطينه داخل البلدان المضيفة و الآثار المترتبة على ذلك.

أما في الفصل الأخير فتطرقنا إلى استجابة الاستثمارات الأجنبية لتغيرات سعر صرف الأوقية الموريتانية وتطرقنا فيه إلى النظام المالي الموريتاني ، وكذلك الدراسة القياسية التي هي لب الموضوع التي هي عبارة عن استجابة الاستثمارات الأجنبية والديون طويلة الأجل لنظام التعويم المدار للأوقية الموريتانية خلال السنوات من 1992-2008، إلا أن الدراسة أثبتت عدم فعالية نظام التعويم المدار في التأثير على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتم تفسير هذه التدفقات باستجابتها لمتغيرات أخرى منها اقتصادي ومنها سياسي ومنها ما هو داخل في الإطار القانوني.

وبالتالي فإنه ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع يمكن استنتاج ما يلي:

خاتمة عامة

- لا يمكن لسعر الصرف وحده أن يؤثر بشكل فعال في جذب الاستثمارات الأجنبية، بل لا بد من الاهتمامات بالتوازنات الاقتصادية الكبرى والتشريعات القانونية التي توفر المناخ الملائم والاستقرار الأمني والسياسي.

- بعد تحقق الشرط الأول يمكن لنظام سعر الصرف أن يؤثر بشكل فعال في جذب الاستثمارات الأجنبية إذا توفرت الشروط التالية:

* التوجه نحو مرونة سعر الصرف وتحقيق استقلال أكبر للسياسة النقدية التي من شأنها مواجهة الصدمات وتسهيل اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.

* رفع كل القيود التي مازالت تكبل حركة إصلاح القطاع المالي وتأهيل هذا الأخير، ورفع قدراته التقنية بما يتماشى مع الأعراف الدولية لتفادي المزيد من الأزمات البنكية التي تعتبر عاملاً منفراً وطارداً لرأس المال الأجنبي.

قائمة الأشكال والجداول:

- الشكل (1-1) يوضح تحديد سعر الصرف التوازني وفق نظرية المرونة ص 30.
- الشكل (2-1) يوضح فئات أنظمة سعر الصرف ص 59.
- الجدول (1-2) يبين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ص 84.
- الجدول (2-2) يبين الديون الخارجية وأعباء خدماتها ص 102.
- الجدول (1-3) يبين تطور سعر الصرف الموريتاني مقابل الدولار الأمريكي ص 123.
- الشكل (1-3) يبين تطور سعر الصرف الموريتاني ص 124.
- الجدول (2-3) يبين تطور حصة الاستثمار الأجنبي المباشر ص 128.
- الشكل (2-3) يبين تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ص 129.
- الشكل (3-3) يبين تطور حصة الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة مع سعر الصرف ص 129.
- الجدول (3-3) يبين إجمالي الديون الموريتانية طويلة الأجل ص 131.
- الجدول (4-3) يوضح إجمالي الديون الموريتانية بالمليار دولار ص 132.
- الجدول (5-3) يوضح تطور خدمة الدين الموريتاني بالمليون دولار ص 134.
- الجدول (6-3) يبين اختبار ADF للمتغيرات ص 143.
- الجدول (7-3) يبين اختبار ADF للتفاضلات الأولى للمتغيرات ص 143.
- الجدول (8-3) يبين اختبار Johansen ص 145.

قائمة المراجع:

المراجع العربية:

أ- الكتب:

- الدكتور علي عبد الفتاح أبو شرار "الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" دار الميسرة للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2007.
- الدكتور علي عبد الفتاح أبو شرار "الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات" دار الميسرة للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2007.
- الدكتور فليح حسن خلف " التمويل الدولي " دار الوراق للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2004.
- الدكتورة أميرة حسب الله محمد "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية" كلية التجارة جامعة عين شمس الدار الجامعية 2004-2005.
- الدكتور منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاط" الجزء الثاني الإسكندرية منشأة المعارف 2003.
- الدكتور فليح محمد خلف "التمويل الدولي" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2004.
- الدكتور عرفان تقي الحسني " التمويل الدولي " دار مجدلاوي للنشر الطبعة الثانية 2002.
- الدكتورة زينب حسن عوض الله " الاقتصاد الدولي " الدار الجامعية الجديدة 2004.

قائمة المراجع

- الدكتور عبد السلام أبو قحف "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية" مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2004.
- الدكتور طاهر لطرش " تقنيات البنوك" ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر الطبعة الثانية 2003.
- الدكتور ميرونوف "الأطروحات الخاصة بتطوير الشركات متعددة الجنسيات" ترجمة الدكتور محمد تقي ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2003.
- الدكتور قدي عبد المجيد "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية" ديوان المطبوعات الجامعية 2003.
- الدكتور عادل حشيش "العلاقات الاقتصادية الدولية" الدار الجامعية الجديدة للنشر 2000.
- الدكتور محمود أحميدات "مدخل للتحليل النقدي" ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2000.
- الدكتور مدحت صادق " النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي " دار غريب القاهرة الطبعة الأولى 1998.
- الدكتور عبد القادر محمد عبد القادر عطية "الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق" الطبعة الثانية الدار الجامعية الإسكندرية 1998.
- الدكتور منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" منشأة المعارف الإسكندرية 1996.
- الدكتور مجدي محمود شهاب " الاقتصاد الدولي " دار المعرفة الجامعية 1996.

قائمة المراجع

- الدكتور الهادي خالدي "المرآة الكاشفة لصندوق النقد الدولي" دار هومة افريل 1996.
- الدكتور طالب محمد عوض "التجارة الدولية نظريات وسياسات" معهد الدراسات المصرفية الأردن 1995.
- الدكتور سامي عفيفي حاتم "التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم" الكتاب الثاني الدار المصرية اللبنانية 1994.
- الدكتور هاشم فؤاد "التجارة الخارجية والدخل القومي" دار النهضة العربية القاهرة 1971.
- الدكتور الحريري محمد خالد "الاقتصاد الدولي" جامعة دمشق سوريا 1977.
- ب- الرسائل:**
- رمضاني محمد "إدارة سعر الصرف ودورها في جذب رأس المال الأجنبي" جامعة أبو بكر بلقايد 2005-2006.
- بن قدور بن علي "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير علوم اقتصادية،المركز الجامعي د. مولاي الطاهر، سعيدة، 2004-2005.
- مسعود محمد "الشركة الأجنبية ونقل التكنولوجيا-حالة قطاع المحروقات في الجزائر" مذكرة نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية،جامعة تلمسان، 2005.
- عبد القادر ناصور "الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر حوافز وآفاق" مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2005.

- تومي ربيعة "نمذجة قياسية لسعر الصرف الاسمي في المدى الطويل باستعمال طريقة التكامل المشترك"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية)، جامعة الجزائر، 2001.

- نعمان سعدي "سياسة الصرف في إطار برامج التصحيح الهيكلي لصندوق النقد الدولي"، (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية) جامعة الجزائر 1998.

ج- المجلات والتقارير:

- البنك المركزي الموريتاني التقرير السنوي 2006.

- الحسن ول زين "عناصر تحليل النمو الاقتصادي في موريتانيا"المركز الموريتاني لتحليل السياسات أغشت 2005.

- يسلم ول حمدان "عناصر تحليل النمو الاقتصادي في موريتانيا" المركز الموريتاني لتحليل السياسات 2003.

- الدكتور محمد صقر،الدكتور سمير شرف، رولا غازي إسماعيل" الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في تنمية الاقتصاديات النامية"،مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية،المجلد 28 العدد 3، 2006

- عدنان عباس علي، "المنهج النقدي في القوى المتحركة في سعر الصرف" مجلة العلوم الاجتماعية تصدر عن مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت مجلد 7، العدد 4، 1999.

- أندريا بوبولا وانسي أوتكر- روجي: "الغز القطبية الثنائية المستمر" التمويل والتنمية، مارس 2004.

قائمة المراجع

- د/عيسى محمد الغزالي "الاستثمار الأجنبي المباشر تعاريف وقضايا"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، 2004.
- ريموند فرنون "النتائج الاقتصادية والسياسية للمؤسسات المتعددة الجنسيات"، ترجمة صلاح بومدل منشورات وزارة الثقافة والإرشاد القومي، دمشق 1981.
- عن موقع الانترنت www.unctad.org بتاريخ 06/12/2005. "فعالية التدابير المتعلقة بسياسات الاستثمار الأجنبي المباشر" مذكرة من إعداد أمانة الانكتاد ص 9.
- محسن.س و مونيل شارما "التوفيق بين الشريعة والملكية القطرية للبرامج"، التمويل والتنمية، العدد 2 يونيو 2002.
- أمان أحمد ولد أحمد، تطور النظام المصرفي الموريتاني خلال الفترة 1972-1997.

ج- التشريعات والقوانين:

- الجريدة الرسمية، الأمر القانوني رقم 10 الصادر بتاريخ 15 فيفري 1989.
- الجريدة الرسمية، الأمر القانوني رقم 29 الصادر بتاريخ 17 مارس 1990.
- الجريدة الرسمية، الأمر القانوني رقم 22 الصادر بتاريخ 14 يناير 1998 .

المراجع الأجنبية:

- Bureau d'études d'information et de Marketing Guide de l'opérateur économique de Mauritanie 2005.
 - Eric M.P. chiu, Aparnard angkinand : " testing the unstable middle and tow corners hypotheses", Annual meeting of the international studies association, Hawaii, March, 2005.
 - Ouled sidi Mohamed Mohamed "Independence de la banque centrale cas des pays du Maghreb » 2004.
 - Allain pirote : L'économies des origines aux développements récents, éditions, CNRS ,Paris 2004.
 - Michel Juran : « techniques financiers internationales » eddunod, paris, 2003.
 - Yves Simon et Samir Mannai : « Techniques financières internationales », 7ème édition, Paris, 2002.
 - Jeffry Frankel : « viriffing exchange rate régime », Harvard university, May 17, 2000.
- <http://siteressources.worldbank.org.doc>.
- Jean Afrique Economique: spécial Mauritanic, 1998.
 - Henri bourguinat, Finance internationale, 4eme Édition, Presses Universitaires de France 1999.
 - Have Molly; Celine. Pringint ; nécolat sobazile. Economies de Mérision N° 123-124; 1996.
 - PEYRARD JOSETTE, « Risque de change », librairie Vuibert paris 1986

- REDRIGER DORNBUSH, « Exchange rate and inflation the ill press » Cambridge.USA 1994.
- RUDIRER DURUNBUSH; « Exchange rate and inflation, the mill » press, Cambridge. U.S.A 1994.
- FRIEDRICH; k; « International economies » : concepts and issues New-York. Me gram–Hill Book. Company; 1974.
- YVES SIMON ; SAMIR MENAI ; « Technique financières international » édition economica ; PARIS 1998.
- J. ROBINSON « Essays in the theory of employment » Blakvell 1947.
- A. BENASSY « Comment se fixent les taux de change ? un bilan économie et prévision. 107 (1993).
- S.S. ALEXANDER. « Effects of devaluation on a trade balance » IMF STAFE PAPERS 1952.
- siroen. J.M : « Finances internationales », Armand Colin, Paris,1993.
- PAUL-Grandjean « change et gestion du risque de change », chihab,1995.
- Maurice Sebeauvais , Yvon Sinnah : « la gestion globale du risque de change », 2éme édition, Paris, Dumod, 1992.
- Philippe Gillet. L'efficience des marches financières. Édition economica. 1999.
- Root, F.R. International trade and investment, South Western Publishing Co.,Cincinnati,Ohw.1994.
- www.aljazeera.net/NR/exeres/F124FFD2-4C63-48BF-A42A-EAFB07AFE9CE....
- Banque centrale de Mauritanie, bulletin trimestel, 1991.

02	مقدمة الفصل الأول
03	المبحث الأول: أسس ونظريات سعر الصرف
03	المطلب الأول: ماهية وأنواع سعر الصرف.
03	تعريف سعر الصرف
04	أنواع ونظم سعر الصرف
06	سعر الصرف الثابت
08	سعر الصرف المعموم
11	سعر الصرف الحقيقي
12	سعر الصرف الفعلي
13	المطلب الثاني: النظريات المحددة لسعر الصرف.
13	نظرية تعادل القوة الشرائية
14	الصيغة المطلقة
16	الصيغة النقدية
19	الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية
22	نظرية تعادل أسعار الفائدة
22	سعر الصرف الآجل
23	سعر الصرف الآني (العاجل)

25	تقييم نظرية تعادل أسعار الفائدة
25	نظرية كفاءة السوق
27	نظرية الأرصدة (حالة ميزان المدفوعات)
28	نظرية مستوى الإنتاجية
29	نظرية المرونات
31	نظرية فقاعات المضاربة العقلانية
33	المطلب الثالث: سياسات الصرف
33	الرقابة على الصرف
34	كيفية الرقابة على الصرف
36	أهداف الرقابة على سعر الصرف
37	نظرية تخفيض قيمة العملة
38	سياسات الوقاية من أزمات الصرف
42	المبحث الثاني: أسواق الصرف
42	المطلب الأول: بنية وآليات أسواق الصرف
43	تعريف سوق الصرف
43	المتعاملون في أسواق الصرف
46	آليات عمل أسواق الصرف

46	تسعير الصرف
48	أهم عمليات سوق الصرف
48	عمليات المضاربة
49	عمليات المراجعة أو التحكم
50	عمليات التغطية ضد الأخطار
51	المطلب الثاني: خطر الصرف وتقنيات تغطيته
51	المفاهيم العامة لأخطار سعر الصرف
52	أنواع خطر سعر الصرف
53	تقنيات التغطية الداخلية
54	تقنيات التغطية الخارجية
56	المطلب الثالث: نظرية الأسواق الفعالة
56	تعريف السوق الفعال
57	الصيغة الرياضية لنظرية الفعالية
58	المبحث الثالث: نظرية الركن
58	المطلب الأول: تقديم النظرية
60	أصول النظرية
60	اختبار النظرية

61	المطلب الثاني: انتقادات وحدود النظرية عند Masson
63	خاتمة الفصل الأول
64	مقدمة الفصل الثاني
66	المبحث الأول: أسس ومفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر
66	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر وإستراتيجية الشركات متعددة الجنسيات
67	أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر
68	محددات الاستثمار الأجنبي المباشر
70	خصائص واستراتيجيات الشركات متعددة الجنسيات
71	أنواع الشركات متعددة الجنسيات
76	المطلب الثاني: نظريات وطرق قياس الاستثمار الأجنبي المباشر
76	النظريات التقليدية للتجارة والاستثمار الدولي
78	النظريات الحديثة
82	طرق قياس وتقييم الاستثمارات الأجنبية
86	المطلب الثالث: سياسات ومؤشرات استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.
86	سياسات تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر
90	المؤشرات الدولية للقدرة الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر

96	المطلب الرابع: آثار الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاديات الدول المضيفة
96	منافع الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة لاقتصاديات الدول المضيفة
99	الأضرار التي تلحقها الشركات متعددة الجنسيات بالدولة المضيفة
101	المبحث الثاني: الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي.
101	المطلب الأول: مفهوم الديون طويلة الأجل
101	طبيعة الديون طويلة الأجل
104	مصادر الاقتراض الدولي طويل الأجل
106	دور نادي باريس ونادي لندن في إعادة جدولة الديون طويلة الأجل
109	المطلب الثاني: نظرة حول الديون طويلة الأجل في ظل الاتفاقيات الدولية.
109	تأثير سياسات التنسيق الدولي على تطور مخزون الديون طويلة الأجل
110	تحويل الديون طويلة الأجل إلى استثمار أجنبي مباشر
111	المطلب الثالث: التسيير الداخلي للقروض طويلة الأجل.
111	دور البنك المركزي في تسيير الديون طويلة الأجل
112	دور الخزينة العمومية في تسيير الديون طويلة الأجل
113	خاتمة الفصل الثاني
115	المبحث الأول: تكيف الاستثمارات الأجنبية مع واقع النظام المالي

	الموريتاني
115	المطلب الأول: النظام المالي ونظام سعر الصرف في موريتانيا
119	نظام سعر الصرف الموريتاني
126	المطلب الثاني: المناخ العام لرأس المال الأجنبي خلال الفترة 1992-2008.
126	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة على موريتانيا
131	الديون طويلة الأجل كشكل من أشكال الاستثمارات الأجنبية
136	المبحث الثاني: دراسة قياسية لفترة التعويم المدار باستعمال التكامل المتزامن
136	المطلب الأول: نظرة عامة حول أدبيات التكامل المتزامن
137	أصول مفهوم التكامل المتزامن
138	مراحل اختبار التكامل المتزامن
142	المطلب الثاني: دراسة قياسية لفترة التعويم المدار من 1992-2008
142	بناء النموذج
143	مصادر المعلومات والقيم
143	اختبار التكامل المتزامن
146	التعليق على نتائج الدراسة القياسية
148	خاتمة الفصل الثالث

الفهرس

149	الخاتمة العامة
153	قائمة المراجع
160	قائمة الأشكال والجداول