

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014)
أ. عيشاوي علي / أستاذ مساعد "أ"
جامعة محمد بوضياف المسيلة.
aliaichaoui@gmail.com

ملخص: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الحركة الدولية لرؤوس الأموال، بشكلها الأساسيين، الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي من خلال دراسة قياسية لمعطيات 20 دولة متقدمة خلال الفترة (2000-2014) باستخدام نماذج بنال. وتشير النتائج إلى أن درجة الانفتاح الاقتصادي، حجم التداول في السوق المالي، جودة بيئة الأعمال، من أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. في حين يتأثر تدفق الاستثمار المحفطي إيجابيا مع سعر صرف العملة، وسلبيا مع معدلات التضخم.	Abstract : This study aimed to determine the influence on the international capital itching economic variables, particularly Figs bases her, foreign direct investment and investment through the capsular Empirical Study data for 20 developed nations during the period (2000-2014) using panel models. The results indicate that the degree of economic openness, the volume of trading in the financial market, the quality of the business environment, the most important economic realms affecting the flow of FDI. While capsular investment flow positive with the currency exchange rate, and negatively affected with inflation.
---	--

المقدمة:

عرفت الحركة الدولية لرؤوس الأموال العديد من التحولات تاريخيا سواء من حيث تركيبها أو نظرة الدول المستضيفة لها، فبعد أن كانت مرتبطة بعمليات اقتصادية أخرى، كتسوية المدفوعات الدولية (إقراض واقتراض) وتمويل التجارة الدولية، زادت أهمية التدفقات الدولية لرؤوس الأموال غير المرتبطة بعمليات اقتصادية أخرى وإنما بغرض استثمار رأس المال وتحقيق عائد من وراء ذلك، نتيجة عولمة النشاط الاقتصادي وزيادة نشاط الشركات متعددة الجنسيات، وتعاضل حجم التدفقات الدولية لرؤوس الأموال مع بداية الثمانينات، وشكل جانب مهم في العلاقات الاقتصادية الدولية يضاهي بل ويفوق الجانب الخاص بحركة السلع والخدمات على المستوى الدولي. وتنتقل تريلونات الدولارات المتدفقة سنويا من خلال تمويل عمليات التجارة الدولية في السلع والخدمات، وتسوية المدفوعات الدولية بصفة عامة كعمليات الإقراض والاقتراض وسداد الديون وتقديم المساعدات المنفردة أو في إطار الهيئات السياسية والاقتصادية العالمية. ويرتبط جزء مهم من التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بتوظيف هذه الأموال في الخارج بهدف تعظيم فرص الربح، أي أن عملية انتقال رأس المال إلى الخارج، ليس مرتبط بعمليات اقتصادية أخرى وإنما بغرض استثمار رأس المال، وتحقيق عائد من وراء ذلك، وهذا ما يعرف بالاستثمار الأجنبي

1- إشكالية البحث:

إلى أي مدى تؤثر العوامل الاقتصادية في تحديد اتجاهات الحركة الدولية لرؤوس الأموال ؟ وهل يمكن قياس قوة تأثير هذه العوامل من خلال التطبيق على مجموعة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014 ؟

2- هدف البحث:

تحليل العوامل التي تحدد اتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال بشكليها الرئيسين الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار غير المباشر (المحفطي).

3- فرضيات البحث:

يقوم هذا البحث على اختبار الفرضيات الآتية:

- يعد اتساع حجم السوق (معبرا عنه بالناتج المحلي الإجمالي) عاملا جاذبا للحركة الدولية لرؤوس الأموال بشكليها الرئيسين الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار غير المباشر (المحفطي).
- يلعب الأداء الاقتصادي (معبرا عنه بالنمو الاقتصادي ورصيدالميزان الجاري ومعدل التضخم وسعر الصرف) دورا هاما في توجيه الحركة الدولية لرؤوس الأموال.
- يعتبر الإنفاق الحكومي وحجم الصادرات ودرجة الانفتاح التجاري وجودة البنية التحتية من العوامل المحددة لاتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

4- منهجية البحث:

لاختبار الفرضيات السابقة، يستخدم البحث المنهج الوصفي من خلال ما تناولته الدراسات السابقة للموضوع وما توفره النظرية الاقتصادية من توصيف لظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال، والمنهج التحليلي والكمي يستند إلى تحليل نتائج القياس الاقتصادي لعلاقة الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر مع جملة من المؤشرات الاقتصادية الكلية.

5- الدراسات السابقة:

- دراسة طال عوض 1999: توصلت الدراسة إلى أن الاستقرار السياسي والاقتصادي هما العنصران الأكثر أهمية في قرار الاستثمار الأجنبي في الأردن، يليها حجم السوق المحلية والبيئة التشريعية والقانونية.
- دراسة أحمد جاد كمالي 2004: توصلت الدراسة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي ودرجة الانفتاح التجاري لهما تأثير إيجابي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بينما سعر الصرف الاسمي وسعر الفائدة لها تأثير سلبي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.
- دراسة حسين بن رعدان المهجوع 2004: توصلت الدراسة من خلال بناء نموذج قياسي إلى أن الموارد الطبيعية وحجم السوق (الناتج المحلي الإجمالي) ورصيد الحساب الجاري وعدم الاستقرار السياسي هي أهم محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (1980-2002).
- دراسة أنمار أمين حاجي و محمد نايف محمود 2005: "اثر التجارة الالكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق رأس المال الأجنبي لعينة مختارة من الدول الآسيوية باعتماد التصنيف الصناعي" توصلت الدراسة إلى أن متغيرات الصادرات وسعر الصرف، التجارة الالكترونية، الناتج المحلي الإجمالي لها تأثير معنوي على تدفق رأس المال الأجنبي.

- دراسة مفيد ذنون يونس و دنيا احمد عمر 2006: توصلت الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال بيانات مجموعة من الدول العربية خلال الفترة (1980-2000) إلى أن حجم السوق والادخار المحلي تؤثر إيجابيا في الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين أن نسبة الميزان الجاري إلى الناتج القومي الإجمالي لها تأثير سلبي على الاستثمار الأجنبي المباشر، أما مؤشرات النمو الاقتصادي والإنفاق الحكومي والتضخم ليس لها أي تأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر في دول عينة الدراسة.
- دراسة عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران كاظم 2009: توصلت الدراسة التي إلى أن الاستثمار المحفطي (الأجنبي غير المباشر) الداخل والخارج في الهند خلال الفترة (1993-2008) يرتبط إيجابيا مع كل من: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقد، الادخار المحلي، مستويات الأسعار، الاستهلاك المحلي ويرتبط الاستثمار المحفطي عكسيا مع سعر الصرف.

أولا: الإطار النظري للحركة الدولية لرؤوس الأموال

1- مفهوم الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

إن الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية عامة والمباشرة على وجه الخصوص لتعويض القصور في الموارد المحلية نمط معروف وله سوابق تاريخية¹.

وخلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى مطلع السبعينات، شكلت المصادر الرسمية نسبة عالية جدا من هذه التدفقات التي كانت تتجه إلى الدول النامية، وكانت أغلبها عبارة عن قروض في أشكال مختلفة، وبنهاية الثمانينات ومطلع التسعينات عرفت الحركة الدولية لرؤوس الأموال تطورا هاما سواء من حيث ارتفاع أحجامها أو من حيث الانتشار الجغرافي، وظهور أشكال أخرى لهذه التدفقات تمثلت أساسا في النمو الهائل في حجم الاستثمار المحفطي.

تتحرك رؤوس الأموال بين الدول بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية استثمارية ك شراء أوراق مالية أو أموال تدر ربحا أو امتلاك أرض تعطي ربحا، أو بقصد توظيفها في عمليات ائتمانية مثمرة للإقراض أو إدخالها في عمليات غير مثمرة، كحفظ النقود أو الأرصادة النقدية الكبيرة في مكان ما مثل المصارف أو بيوت الإيداع وذلك تفاديا للأخطار التي يمكن أن تتعرض لها في ظروف شاذة اقتصادية أو سياسية، مثل تعرضها لانخفاض القيمة أو تعرضها للمصادرة أو التأميم، "إن هذه الغايات التي تتوسط واقعة الانتقال في إنجازها لا تتعدى عن كونها إنفاق الرساميل أو تحصيلها أو خزنها أو تدميرها"².

1-1- تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

يمكن تعريف الحركة الدولية لرؤوس الأموال بأنها تحركات الأموال من إحدى الدول إلى دولة أخرى بمهدف شراء الأصول من الدولة الثانية، وتشمل الأصول على السندات المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالإضافة للأسهم والأصول المادية مثل الآلات والعقارات³. يظهر من ذلك أن:

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

- حركة رؤوس الأموال المصاحبة لعمليات التجارة الدولية (الاستيراد والتصدير) لا تدخل ضمن ظاهرة الانتقال الدولي لرأس المال لأنه لا يتضمن عملية استثمار، حتى ولو كانت عملية الاستيراد والتصدير تخص سلع إنتاجية⁴.

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014) ا: عشاوي علي

- كما أن المساعدات النقدية الدولية وتحويلات المهاجرين إلى بلدانهم لا يمكن إدخالها ضمن ظاهرة حركة رؤوس الأموال الدولية لأنها لا تتضمن استثمارا.
- ظاهرة الحركة الدولية لرؤوس الأموال تتمثل أساسا في الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار الدولي في محفظة الأوراق المالية، "فان كل ما تحدث به الاقتصاديون عن حركة رأس المال يتضمن أساسا نوعين من الاستثمار هما الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفطي"⁵.
- نفرق بين ثلاث مصادر للحركة الدولية لرؤوس الأموال فنجد رأس المال العمومي الذي يصدر من جهات حكومية لغرض إقامة مشاريع خارج البلد الأصل، ورأس مال خاص تكون ملكيته للأفراد والمؤسسات الخاصة، ورأس مال المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومختلف الهيئات الاقتصادية الإقليمية والدولية.

1-2- أنواع الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

نفرق بين نوعين أساسين للحركة الدولية لرؤوس الأموال الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفطي).

1-2-1- الاستثمار في محفظة الأوراق المالية (الاستثمار المحفطي): والذي يشتمل شراء الأجانب السندات الحكومية والسندات التي تصدرها الشركات، كما تتضمن شراء الأسهم طالما أنها لا تنطوي على مصلحة الرقابة على المنشأة المصدرة لهذه الأسهم.

ينعكس تعدد أشكال وخصائص الأوراق المالية على شكل وطبيعة الاستثمار المحفطي فيوجد:

- استثمار طويل الأجل وقصير الأجل؛
 - استثمار محفطي يترتب عنه ملكية واستثمار يترتب عنه دين؛
 - استثمار محفطي حكومي وخاص؛
- 1-2-2- الاستثمار الأجنبي المباشر:** وهو استثمار حقيقي في المصانع والسلع الرأسمالية والأرض والمخزون السلعي⁶، وتتضمن الحالة النمطية للاستثمار الأجنبي المباشر منشأة وطنية تمتلك أسهبا عادية في شركة أجنبية بنسبة تكفي لإعطاء المنشأة الوطنية حق التحكم (التصويت) في هذه المنشأة، كما يتضمن إنشاء مصنع جديد أو توسعة مشروع في الخارج أو إعادة استثمار أرباح المنشأة التابعة.

ويأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر العديد من الأشكال أهمها:⁷

- الاستثمار المشترك؛
- الاستثمار المملوك بالكامل؛
- الاستثمار في المناطق الحرة؛
- عمليات الاندماج و التملك؛

بالإضافة إلى الشكليّن السابقين للحركة الدولية لرؤوس، توجد بعض التصنيفات التي تضيف:

◀ المساعدات الدولية وهي الأموال المقدمة لغير الأغراض التجارية.

القروض الخارجية وهي الأموال التي تقرضها مصادر الإقراض الأجنبي المتعددة مثل الهيئات الدولية والإقليمية أو بعض الدول المانحة.

2- عوامل تطور الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

1-1 تطور النظام النقدي الدولي:

إن التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت في بداية السبعينيات ساهم في تطور حركة تدفقات الأموال قصيرة الأجل، فقد كان المتوسط اليومي لحركة التدفقات المالية حوالي 15 مليار دولار عام 1973، ارتفع إلى 880 مليار عام 1992، ثم 1300 مليار عام 1995، وتخطى 1500 مليار عام 1998، وفي تلك الفترة نما قطاع البنوك والخدمات المالية بنسبة تفوق بمراحل نمو الإنتاج العالمي والتجارة العالمية وأصبح الاندماج في قطاع المعاملات المالية الدولية أكثر عمقا من الاندماج في النظام التجاري الدولي⁸.

وتتميز النظام النقدي الحالي الذي تقوده الأسواق المالية بدلا من النظام النقدي الدولي السابق الذي كانت تقوده الحكومات (نظام بروتن وودز) بالخصائص التالية:⁹

- تدويل الأسهم والسندات الدولية؛
- هبوط أهمية المصارف بالقياس إلى أهمية الأسواق كهيئات وبسيطة؛
- قيام الأسواق بتحديد أسعار الصرف في ضوء اتساع نطاق الصفقات المالية العالمية بالقياس إلى الصفقات التجارية؛

1-2 تطور التجارة الدولية:

بعد الحرب العالمية الثانية بدأت العديد من الدول في تخفيض القيود المفروضة على التجارة الدولية، وذلك باستخدام الضرائب الجمركية في إطار منظمة GAAT، ومن ثم حققت التجارة العالمية معدل نمو سنوي 8 % منذ عام 1950 وحتى عام 1975 في الدول الصناعية¹⁰.

كذلك تعتبر اتفاقيات جولة أورجواي، خطوة كبيرة نحو تحرير التجارة العالمية والاستثمار، حيث بلغ عدد الدول المشاركة فيها إلى 117 دولة منها 87 دولة نامية. بالإضافة إلى قيام عدد من التكتلات الاقتصادية مثل الاتحاد الأوروبي، ومنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية NAFTA، والآسيان أدى ذلك إلى مضاعفة معدل نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي للعالم، خلال الفترة (1985-1995) ثلاث مرات عن العشر سنوات السابقة على تلك الفترة، ومن ثم يمكن النظر إلى العولمة التي بدأت في منتصف الثمانينات على أنها تطور في عمليات التكامل الاقتصادي العالمي، المتمثل في انخفاض القيود على التجارة الدولية والاستثمار.

هذا وتشير بعض المصادر إلى أنه منذ منتصف الستينات إلى بداية التسعينات فإن التجارة الدولية للسلع قد تضاعفت بستة عشر مرة، حيث أن قيمتها كانت تقدر بـ 206 مليار \$ سنة 1967، ارتفعت إلى 3.370 مليار \$ في سنة 1991¹¹.

1-3 تعاضم ظاهرة التدويل:

عرفت هذه الظاهرة تطورا وعمقا ملحوظين خلال السبعينات حيث قامت الشركات المتعددة الجنسيات بالتوغل في جميع أوجه نشاط المنظومة و هو نشاط يمتد إلى كل الأصعدة الإنتاجية و الخدماتية و التمويلية و التسويقية و التقنية. كما قامت

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014) ١: عشاوي علي

هذه الشركات الكبرى بتوزيع نشاطها الإنتاجي و التسويقي جغرافيا عبر مختلف مناطق المنظومة الرأسمالية مستفيدة في ذلك بمزايا الأجور المحلية وتوافر موارد الطاقة و القرب من مواقع التسويق.

فبعدما كانت تشير الإحصائيات التي أجرتها المجموعة الأوروبية عام 1975 بأن هناك ما يقارب عشرة آلاف شركة من الشركات متعددة الجنسيات عبر العالم¹²، ليصل العدد إلى حوالي 63 ألف شركة سنة 2000، ليصل العدد إلى حوالي 78 ألف سنة 13 وفي سنة 2008 كان عددها قارب 82 ألف شركة عبر وطنية في جميع أنحاء العالم مع 810 ألف شركة أجنبية منتسبة إليها¹⁴.

ويستمر الإنتاج الدولي للشركات عبر الوطنية في التوسع بشكل مطرد فبعدما كانت مبيعات الشركات عبر الوطنية في حدود 5.1 تريليون دولار سنة 2001 تضاعف حولي خمس مرات حجم هذه المبيعات ليصل إلى حوالي 26 تريليون دولار سنة 2012 وتنتج حاليا حوالي ربع إجمالي الناتج المحلي العالمي (تنتج في فروعها الخارجية عشر هذا الإنتاج)¹⁵.

1-4- الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية:

صاحب الدعوة إلى تحرير التجارة الدولية برعاية المنظمة العالمية للتجارة زيادة عدد التكتلات الاقتصادية لإقامة مناطق تجارة حرة أو اتحاد جمركي حيث اتضح وفقاً لبعض الدراسات أن نحو 90% من الدول التي وقعت على إعلان مراكش (117 دولة) مشتركة بشكل أو بآخر في تكتل اقتصادي أو أكثر¹⁶.

و يبقى من أهم التكتلات الإقليمية حاليا الاتحاد الأوروبي، و اتفاقية التجارة الحرة لشمال أمريكا NAFTA، و منتدى التعاون الاقتصادي لآسيا و المحيط الهادي، زيادة على تكتلات أخرى اقل أهمية في إفريقيا و آسيا و العالم العربي. و تشير إحصائيات المنظمة العالمية للتجارة انه خلال الفترة (1990-1999) تم إنشاء حوالي 84 تكتل اقتصادي عبر مختلف مناطق العالم.

تقوم اتفاقيات الشراكة بصفة عامة على فلسفة الاقتصاد الحر وآليات السوق، وتهدف هذه الاتفاقيات إلى تحرير التجارة بين الأطراف المتعاقدة، وتعد اتفاقية الشراكة الأوروبية – المتوسطية أحد مظاهر سياسة الاتحاد الأوروبي اتجاه الدول المتوسطية. وتمثل الشراكة في حقيقة الأمر الوجه الآخر للاستثمار الأجنبي وأحد روافد التمويل البديل للمديونية مع ما تحمله معها من تنوع في أساليب التنظيم، الإنتاج والتسويق¹⁷.

1-5- تكامل الأسواق المالية:

في أوروبا كانت البداية بإنشاء اليورو دولار للهروب من فرض متطلبات الاحتياطي والسقف على أسعار الفائدة، والقيود على الكثير من المشتقات المالية، وللهرب كذلك من الضرائب المرتفعة في معظم الدول الأوروبية، وكانت لكسمبورغ البادئة باستقطاب رؤوس أموال من ألمانيا وفرنسا وبلجيكا في مطلع السبعينيات، من خلال المعدلات المنخفضة للضرائب على الدخل، وقوانين سرية المصارف وسرية الحسابات وحذا الكثير من الجزر والمدن الصغيرة حذو لكسمبورج في استحداث هذه المراكز¹⁸.

أما في آسيا فقد بدأت مراكز الأوفشور لأسواق التبادل المصرفي البيني بالتطور بعد عام 1968، عندما قامت سنغافورة بإطلاق سوق الدولار الآسيوي واستحدثت وحدات العملات الآسيوية¹⁹.

بعد لجوء غالبية الدول الصناعية الكبرى بما فيها الدول الناشئة إلى تحرير أسواق المال، لم يعد من السهل التعرف إلى مراكز الأوفشور، إذا أن عددا متزيدا من الدول أصبح بمنح امتيازات متشابهة، بالرغم من ذلك إلا أن مراكز الأوفشور

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014) ١: عشاوي علي

كانت وما تزال مواقع مهمة للمؤسسات المالية الكبرى وصناديق التحوط التي تبحث عن قيود أقل على حركتها، وضرائب دنيا على تعاملاتها وأرباحها، ولا شك وجود هذه المراكز قد عمق عوالة رأس المال وسرعة حركته وانتقاله.

3- محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال:

من الصعوبة بما كان حصر الأسباب التي تحرك رؤوس الأموال على المستوى الدولي بصفة عامة، ذلك أن بعضها لا تحكمه عوامل محددة وهو ما يطلق عليه برؤوس الأموال غير المحفزة، حسب ماكلوب "فإن كل حركة رأس مال التي لا ترتبط بتغيرات الدخل أو ميزان المدفوعات تعتبر حركة رأس مال مستقل، وهذا ما تعكسه التدفقات الدولية للبلدان الرأسمالية المتقدمة إذ تمثل في مدخراتها مقابل استثماراتها المحلية"20. كما أن الاحتكام إلى عوامل محددة لتحديد اتجاه الحركة الدولية لرؤوس الأموال ليس أمرا مطلقا بل نسبي، وفي دراسة دوافع الحركة الدولية لرؤوس الأموال، يتم التركيز عادة على دوافع أو محفزات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي.

3-1- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

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

وتركز أغلب الدراسات الحديثة على عوامل جذب رؤوس الأموال إلى الداخل، ويشار إلى ذلك بمدى ملائمة المناخ الاستثماري، والذي يمكن تعريفه "بوصفه مفهوم شاملا ينصرف إلى مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية"21، وتأثير هذه الأوضاع والظروف المكونة للمحيط على اتجاهات حركة رؤوس الأموال كطويلة الأجل.

- حجم السوق (الناتج الداخلي والنمو الاقتصادي): يعتبر حجم السوق واحتمالات النمو من العوامل الهامة على قرار توطن الاستثمار الأجنبي، ولا يتحدد حجم السوق بالنسبة للشركات بمساحته وحسب وإنما بعوامل أخرى أكثر أهمية مثل عدد السكان، الدخل الوطني، الناتج المحلي الإجمالي (وهو مؤشر للحجم المطلق للسوق) ومتوسط دخل الفرد (يعتبر مؤشرا على الطلب الجاري) وغيرها من المقاييس، فقد يكون عدد السكان كبيرا ولكن القوة الشرائية لهم أو مستوى الدخل متدن، أو قد تكون العادات والتقاليد مقيدة لاستهلاك الأفراد لبعض السلع22.

وتؤكد جل الدراسات التطبيقية على العلاقة الطردية بين الناتج المحلي الإجمالي و الاستثمار الأجنبي المباشر23، وتوصلت دراسة Torrisi (1985) من خلال دراسة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى كولومبيا (58-1980) أن حجم السوق (مقاساً بالناتج المحلي الإجمالي) ونموه (مقاساً بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي) تمثل محددات قوية وإيجابية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وأكد Li & Guisinger (1992) في دراستهما على محددات الاستثمار الأجنبي المباشر للشركات متعددة الجنسيات التي تعمل في اليابان، وأمريكا الشمالية، وأوروبا الغربية خلال الفترتين (76-1980) و(80-1986) والتي تضمنت 684 شركة في الفترة الأولى، و725 شركة في الفترة الثانية- على حجم سوق الدولة المضيفة باعتباره عنصر إيجابي ذو معنوية مرتفعة في الفترتين. (حسن بن رقدان المجهوج، 2004، ص 64)24، كما اثبتت بعض الدراسات أن نمو السوق المحلي مقاسا بعدد السكان و نمو الدخل الفردي يرتبط بعلاقة طردية مع الاستثمار الأجنبي المباشر25.

- إنتاجية رأس المال: ويظهر تأثير عامل إنتاجية رأس المال في توجيه حركة رأس المال الدولي، من خلال تركزه حسب كل فترة تاريخيا حسب القطاعات التي تعتبر جديدة في كل فترة وبالتالي إنتاجيتها أكبر، "فقاعد التفضيل الإنتاجي لرأس المال

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014) ١: عشاوي علي

الدولي خلال القرن التاسع عشر، تمثلت في تفصيل الإنتاج في الأنشطة المترابطة مع الصناعة ترابط خلفي، وكذلك القطاعات المكملية، مثل مشروعات النقل والمواصلات"26. أما في النصف الأول من القرن العشرين فتركز في المنتجات الصناعية الحديثة كصناعة السيارات والمعدات الحربية والطائرات والصناعات الكيماوية والبتروولية أما في الوقت الراهن فبالإضافة إلى المجالات السابقة انتقلت رؤوس الأموال الدولية لتركز على الاستثمار في منجزات الثورة العلمية والتكنولوجية من خلال الصناعات الالكترونية.

- وفرة عوامل الإنتاج: وتتمثل عوامل الإنتاج في المزايا الطبيعية التي تتوفر عليها الدولة من موقع جغرافي، ووفرة المواد الخام وعوامل الإنتاج لاسيما العمالة، فالشركات العالمية تستعمل تقنيات إنتاج عالية، وبالتالي فتوفر عرض عمل منخفض التكلفة ويتأهيل ضعيف لا يعتبر عنصرا جذابا للاستثمار.27

- البنية التحتية: وتنظر الشركات إلى مدى توفر البنية التحتية الهيكلية كميزة جاذبة للاستثمار مثل الطرق، وخدمات الكهرباء، والاتصالات، والماء والمرافق الأخرى28، وتشير الدراسات التجريبية منها دراسة "Ngowi 2000" ودراسة "سعى 2002" ودراسة "2001globberman and fraser" أن البنية التحتية بضمن رأس المال البشري والبيئي محدّدات إيجابية على تدفق الاستثمار الأجنبي الداخل والخارج29.

- التضخم: وهنالك دراسات عديدة أثبتت بأن الدول التي تتمكن من تقييد التضخم فيها على أن لا تتجاوز معدلاته (20%) تحقق نجاحاً ملحوظاً في جذب الاستثمار الأجنبي30.

- حجم الصادرات: هناك علاقة طردية بين حجم الصادرات وتدفق رأس المال الأجنبي لأن زيادة الصادرات تؤدي إلى زيادة تدفق رأس المال إلى داخل الدولة ولاسيما أن التعاملات الخارجية لأي دولة تتم بالعملة الأجنبية، وبالعكس في حالة الاستيراد فزيادة الاستيراد يؤدي إلى تدفق رأس المال إلى الخارج31.

- متغيرات أخرى: معدلات التبادل، ومعدلات الفائدة، الانفتاح الاقتصادي، رصيد الحساب الجاري، والعجز في ميزان المدفوعات، الحوافز الضريبية، الأجور، فقد تباينت نتائج الدراسات التطبيقية بخصوص معنوية تأثير هذه المتغيرات على حركة الاستثمار الأجنبي المباشر.

- العامل السياسي: أن الخصائص المؤسسية للدولة المستقبلية للاستثمار الأجنبي المباشر (والتي تشمل درجة الاستقرار السياسي، وتدخل الحكومة في الاقتصاد، والتشريعات التي تحدد الحقوق القانونية للشركات الأجنبية، ومحددات الملكية الأجنبية، ونظام ضريبة الملكية والأرباح، وحدود ومصاعب البيروقراطية) كانت تمثل العامل السياسي الهام والإيجابي في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة32.

أن العوامل السابقة تعتبر محددة لاختيار أو إعادة اختيار وجهة حركة رؤوس الأموال الدولية طويلة الأجل، وبدرجات متفاوتة من حيث الأهمية بالنسبة لكل عامل من العوامل السابقة، فمثلا "إن مسحا لـ 247 مستثمر أجنبيا في الولايات المتحدة الأمريكية يؤكد أن10% فقط يأخذون بالاعتبار حوافز المالية العامة في قرار الاستثمار الأجنبي المباشر، وأن 57% يأخذون بالاعتبار تحويل العملات فيما يأخذ 39% إلى الاستقرار السياسي، أما محدودية السوق ومصادر التجهيز فإنها تأخذ 26%"33.

2- محدّدات الاستثمار المحفّظي:

محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال (دراسة عينة من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2014) ١: عشاوي علي

وهي تقريبا نفس الدوافع التي تحكم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية³⁴، مع الأخذ في الاعتبار الطبيعة الدولية لهذا الاستثمار، وما يترتب عليه من خطر إضافي يتمثل أساسا في خطر سعر الصرف و الخطر السياسي، وتتأثر الحركة الدولية لرؤوس الأموال المصاحبة لهذا النوع من الاستثمار بنفس العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي المباشر المذكورة سابقا، لكن بدرجات متفاوتة ويستجيب الاستثمار المحفظي بدرجة أكبر للعوامل التالية:

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

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

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

كما قد تتولد حركة رؤوس أموال دولية تفاديا لمخاطر الصرف، والتي تنشأ من خلال تغير سعر الصرف بين عملتين خلال الفترة بين بدا الإقراض وتاريخ السداد، وتستعمل عادة تقنية سعر الصرف للأجل للتقليل من هذا الخطر³⁵. – هيكل السوق المالي: تتمثل أهم عناصر البيئة الأساسية للسوق المالية في القواعد المنظمة للعمل، الإفصاح وتوافر المعلومات، تعدد الأدوات المالية المتداولة في السوق³⁶، إن تكامل هذه العناصر تحفز الاستثمار الأجنبي في هذا السوق.

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

ثانيا: الدراسة القياسية

1- المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

FDI الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليار دولار): وتشمل صافي تدفقات الاستثمارات الجديدة مخصصاً منها الاستثمارات التي يتم سحبها في البلد المعني من المستثمرين الأجانب، والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.

FPI الاستثمار المحفظي (بالمليار دولار): ويتمثل في صافي التدفقات للأوراق المالية الخاصة بأسهم رأس المال بخلاف الاستثمارات التي سجلت على أنها استثمارات مباشرة، وتشتمل على الأسهم والأرصدة وشهادات الإيداع (سواء الأمريكية أو العالمية)،

والمشتريات المباشرة للأسهم في البورصات المحلية من قبل المستثمرين الأجانب، والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.

LGDP إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005): البيانات مأخوذة باللوغاريتم.
INF التضخم (% سنوياً): يعكس التضخم كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين التغيّر السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات.

ER سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي): ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي).

EG نمو إجمالي الناتج المحلي (% سنوياً): معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق على أساس سعر ثابت لعملة محلية، وتستند الإجماليات إلى السعر الثابت للدولار الأمريكي عام 2005.

NY نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالألف دولار): والبيانات معبر بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005.

LEX صادرات السلع والخدمات (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005): البيانات مأخوذة باللوغاريتم.

TRD التجارة (% من إجمالي الناتج المحلي): التجارة هي مجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات مُقاسة كحصة من إجمالي الناتج المحلي.

LCD النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005).

LGDI إجمالي تكوين رأس المال الثابت (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2005): يشمل مشتريات الآلات والمكينات والمعدات، وإنشاء الطرق، والسكك الحديدية، وما شابه، بما في ذلك المدارس، والمكاتب، والمستشفيات، والمساكن الخاصة، والمباني التجارية والصناعية... الخ.

TAX إيرادات ضريبية (% من إجمالي الناتج المحلي): ويستثنى من الضرائب تلك تحويلات قسرية معينة مثل الغرامات والجزاءات ومعظم اشتراكات الضمان الاجتماعي.

BUS كثافة مؤسسات الأعمال الجديدة: مؤسسات الأعمال الجديدة المسجلة هي عدد الشركات الجديدة ذات المسؤولية المحدودة المسجلة في السنة (تسجيل الشركات الجديدة لكل 1000 نسمة في الشريحة العمرية 15-64 عاماً)

LCM الأسهم المتداولة (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي): هي القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة أثناء الفترة (سنة).

ولقد اعتمدنا على الدراسات التطبيقية والنظرية المتوفرة في الأدبيات الاقتصادية، بالإضافة إلى البيانات المتاحة، لاقتراح المتغيرات المفسرة لبناء نموذج قياسي لظاهري الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفّظي، وتم تجميع البيانات موقع الالكتروني لقاعدة بيانات البنك الدولي data.albankaldawli.org، و الموقع الالكتروني لقاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية على شبكة الإنترنت UNCTADstat.

2- بناء النموذج القياسي باستخدام تقنية تحليل نماذج بنال:

2-أ- الصياغة العامة لنموذج:

$$FDI = f(FPI, LGDP, INF, ER, EG, NY, LEX, TRD, LCD, LGDI, TAX, BUS, LCM)$$

$$FPI = f(FDI, LGDP, INF, ER, EG, NY, LEX, TRD, LCD, LGDI, TAX, BUS, LCM)$$

2-ب- اختيار النموذج المناسب:

لإستخدام تحليل نماذج بنال يتم المفاضلة بين ثلاث أنواع من النماذج:

- نموذج بنال متجانس (نموذج الانحدار المجمع) (PRM): وهو النموذج الذي يكون فيه تطابق الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلومات β_i بالنسبة لكل وحدات المقطع (الدول في هذه الحالة).

- نموذج بنال غير متجانس: نفرق هنا بين نموذجين.

* نموذج الآثار الثابتة (FME): ويستخدم هذا النموذج في حالة تطابق شعاع المعلومات β_i في حين أن الحد الثابت α (الأثر الثابت) يختلف من دولة (مقطع) إلى أخرى وهو ثابت بالنسبة لكل مقطع (دولة) على حدا عبر الزمن.

* نموذج الآثار العشوائية (REM): ويستخدم هذا النموذج في حالة تطابق شعاع المعلومات β_i في حين أن الأثر الثابت α يختلف من دولة (مقطع) إلى أخرى وهي على عكس ما هي عليه في نموذج الآثار الثابتة فهي غير ثابتة بالنسبة لكل مقطع وتتغير عبر الزمن فالآثار الفردية لكل مقطع عبارة عن متغيرات عشوائية تخضع لتوزيع احتمالي له وسط حسابي وانحراف معياري وتضاف في حد الخطأ العشوائي للنموذج.

يتم اختبار فيما إذا كان النموذج متجانس أو غير متجانس من خلال تطبيق اختبار التجانس لـ Hsias (1986) ويقوم هذا الاختبار على إحداثية فيشر الذي يسمح لنا بمعرفة وجود اختلاف بين الحد الثابت للأفراد من عدمه، وإحداثية الاختبار هي:

$$F = \frac{(SSR_{poold}-SSR_{lsdv})/n-1}{SSR_{lsdv}/(nt-n-k)} \rightarrow F_{n-1,n(t-1)-k}$$

حيث:

k : عدد المعلومات المقدرة، SSR_{poold} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير الانحدار الذاتي.

SSR_{lsdv} : مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج التأثيرات الثابتة.

من خلال مخرجات برنامج 8 EVIEWS وجدنا: $SSR_{poold} = 538925.6$ ، $SSR_{lsdv} = 400497.0$ ونجد أن: $F_{Statistic} = 2,68$ ، و $F_{(17,132)} = 1.67$

بما أن: $F_{Statistic} > F_{(17,132)}$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي أن النموذج غير متجانس.

الخطوة الثانية تتمثل في المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية من خلال اختبار هوسمان Housma (1978)، وإحداثية الاختبار هي:

$$H = (\hat{b}_{lsdv} - \hat{B}_{GLS})' [Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{B}_{GLS})]^{-1} (\hat{b}_{lsdv} - \hat{B}_{GLS}) \rightarrow \chi^2_{k-1}$$

حيث: $\hat{B}_{GLS}$: تمثل مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (REM).

$\hat{b}_{lsdv}$: تمثل مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FME).

$Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{B}_{GLS})$: تمثل الفرق بين تباين مقدرات نموذج الآثار الثابتة وتباين مقدر نموذج الآثار العشوائية.

من خلال مخرجات برنامج 8 EVIEWS اختبر هوسمان نجد أن:

جدول رقم (01): نتائج اختبار هوسمان.

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary		Chi-Sq.	Chi-Sq. d.f. Prob.
Cross-section random		15.496195	13 0.2774

المصدر: مخرجات برنامج 8 EVIEWS.

$(Prob = 0,27 > \chi^2_{12} = 21.03)$ $H = chi - Sq. Statistic = 15.49 < 21.03$ كما أن: $H = 0,27 > 0,05$

وبتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 والنموذج المناسب هو نموذج التأثيرات العشوائية.

2-ج- دراسة الإستقرارية والتكامل المتزامن:

قبل تقدير نماذج معطيات البنال بصفة عامة، لا بد من فحص وجود جذر الوحدة لكل سلسلة على حدى كمرحلة أولى، ثم التحقق من وجود تكامل متزامن بين السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة في الخطوة الثانية.

- اختبار الاستقرارية:

لاختبار وفحص جذر الوحدة لبيانات البنال يوجد العديد من الاختبارات منها: Levin, Lin and Chu test (2002)،

Hadri test(2000 ، Im, Pesaran and Shin test (2003 ، Breitung test (2000 ، ADF Fisher unit root tests(1999... الخ.

اكتفينا بإجراء اختبارين على السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة هما (ADF Fisher ، LLC) فكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (02): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

اختبار ADF Fisher		اختبار LLC		المتغير	اختبار ADF Fisher		اختبار LLC		المتغير
الاحتمال ل prob	الإحصاء ية t-stat	الاحتمال ل prob	الإحصاء ية t-stat		الاحتمال ل prob	الإحصاء ية t-stat	الاحتمال ل prob	الإحصاء ية t-stat	
0,995	2,57	0,137	-1,09	LEX	0,000	-6,65	0,000	- 7,113	FDI
0,650	0,387	0,037	-1,77	TRD	0,000	-8.65	0,000	- 12,32	FPI
1,000	4,33	0,348	- 0,390	LCD	0,931	-0,47	0,000	-3,98	LGD P
0,334	-0,42	0,000	-3,39	LGD I	0,000	-6,44	0,000	-9,05	INF

0,003	-2,66	0,000	-6,07	TAX	0,042	-1,71	0,000	-4,95	ER
0,201	-0,83	0,000	- 12,61	BUS	0,000	-7.23	0,000	- 10,72	EG
0,809	0,87	1,000	18,58	LCM	0,342	-0,40	0,000	-3,19	NY

في حين الاختبارين متضاربين بشأن متغيرات BUS, LGDI, NY, ER, LGDP فقد أظهر اختبار LLC أن المتغيرات مستقرة، إلى أن اختبار ADF Fisher أظهر أن عكس ذلك، لذا سنجري اختبار IPS (Im, Pesaran and Shin test)

اختبار IPS		المتغير
الاحتمال prob	الإحصائية t-stat	
0,831	0,959	LGDP
0,999	3,677	ER
0,959	1,740	NY
0,378	-0,309	LGDI
0,305	-0,508	BUS

تأكد نتائج اختبار IPS أن سلسلة المتغيرات BUS, LGDI, NY, ER, LGDP غير مستقرة عند الدرجة (0)، بالإضافة إلى متغيرات LCM, LCD, TRD, LEX التي لم تكن مستقرة حسب الاختبارين LLC, ADF Fisher، لذا سنجري نفس الاختبارات على سلسلة الفروق من الدرجة الأولى بالنسبة لكل المتغيرات، فكانت النتائج:

جدول رقم (04): نتائج اختبارات جذر الوحدة (الاستقرارية) لفروق الدرجة الأولى.

اختبار IPS		اختبار ADF Fisher		اختبار LLC		المتغير
الإحصائية	الإحصائية	الإحصائية	الإحصائية	الإحصائية	الإحصائية	
t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
0,000	-4,252	0,000	-4,437	0,000	-9,220	DLGDP
0,000	-9,497	0,000	-8,575	0,000	-15,885	DER

0,008	-2,662	0,000	-2.662	0,000	-7,120	DNY
0,004	-2,635	0,001	-3,008	0,000	-5,205	DLGDI
0,364	-0,347	0,000	-1,205	0,000	-14,218	DBUS
0,000	-7,391	0,000	-7,171	0,000	-14,161	DLEX
0,000	-6,765	0,000	-6,727	0,000	-12,665	DTRD
0,000	-3,878	0,000	-4,239	0,000	-6,935	DLCD
0,000	-3,415	0,000	-4,624	0,000	-8,407	DLCM

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج 8 .EViews

بناءا على النتائج نلاحظ أن إحصائية الاختبارات الثلاثة للفروقمن الدرجة الأولى للمتغيرات ER، LGDP، NY، LGDI، BUS، LEX، TRD، LCD، LCM معنويةعندمستوى الثقة 1%، وبالتالي فالمتغيرات مستقرة عند الدرجة الأولى.

بما أن المتغيرين التابعين FDI و FPI غير متكاملين من نفس الدرجة مع المتغيرات المفسرة، وبالتالي لا يمكن اختبار وجود التكامل المتزامن.

2- د- بناء نموذج قياسي لحدادات الاستثمار الأجنبي المباشر:

$FDI = f(FPI, LGDP, INF, ER, EG, NY, LEX, TRD, LCD, LGDI, TAX, BUS, LCM)$
بما أن النموذج المناسب هو نموذج الآثار العشوائية نستخدم طريقة المربعات الصغر شبه المعممة (EGLS) في تقدير معلمات النموذج فكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (05): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية لحدادات الاستثمار الأجنبي المباشر

Dependent Variable: FDI				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 02/29/16 Time: 22:59				
Sample (adjusted): 2004 2012				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 130				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUS	5.026505	3.386007	1.484493	0.1404
EG	2.901239	2.316308	1.252527	0.2129
ER	-	0.392224	-0.126264	0.8997
FPI	-	0.200338	-4.000890	0.0001
INF	0.707995	3.697177	0.191496	0.8485
LCD	259.2855	183.4678	1.413248	0.1603
LCM	71.51426	23.20037	3.082462	0.0026
LEX	-	151.2861	-0.163639	0.8703

LGDI	-	101.5578	-2.541912	0.0123
LGDP	23.20794	40.28789	0.576052	0.5657
NY	0.109035	1.266290	0.086105	0.9315
TAX	0.204721	1.060838	0.192981	0.8473
TRD	1.783115	0.809124	2.203761	0.0295
C	-	310.8245	-3.471974	0.0007
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			29.63807	0.2001
Idiosyncratic random			59.25644	0.7999
Weighted Statistics				
R-squared	0.365334	Mean dependent	27.4790	
Adjusted R-squared	0.294208	S.D. dependent var	70.9571	
S.E. of regression	59.77089	Sum squared resid	414416.	
F-statistic	5.136419	Durbin-Watson	1.77992	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted				
R-squared	0.519720	Mean dependent	48.2351	
Sum squared resid	496109.0	Durbin-Watson	1.48683	

المصدر: مخرجات برنامج 8.EVIEWS.

تظهر النتائج عدم معنوية معاملات أغلب المتغيرات المفسرة باستثناء: *FPI* "الاستثمار المحفطي" و *LCM* "حجم السوق المالي" عند مستوى معنوية 1%، ومعلمة المتغير إجمالي تكوين رأس المال الثابت *LGDI* عند مستوى معنوية 5%، ومعلمة المتغير *TRD* "درجة الانفتاح الاقتصادي" عند مستوى معنوية 10%.

كما توضح النتائج أن معامل التحديد ضعيف ($R^2 = 0,36$)، أي أن النموذج يفسر 36% فقط من التغير الحاصل في صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول العينة خلال فترة الدراسة، في حين أن 64% من التغير الحاصل في صافي التدفقات السنوية يرجع إلى عوامل أخرى غير مدرجة في هذا النموذج، هذا ما يجعلنا نؤكد على أهمية العوامل الأخرى غير القابلة للقياس الكمي، كاستقرار السياسي والبيئة القانونية والمؤسسية، ومدى توفر فرص جديدة للاستثمار، فدول العينة من الدول المتقدمة اقتصاديا وأغلب الفعاليات والإمكانيات مستغلة (تشغيل كفاء لعمول الإنتاج) لذلك ففرص الاستثمار تقل والمنافسة كبيرة، لذلك فتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها لا يتوقف على العوامل الاقتصادية فحسب، بل يتوقف كذلك على القدرة على خلق أفكار جديدة في سوق تشغل عوامل الإنتاج بطريقة مثلى.

وبالرغم من إحصائية دارين واتسن ($DW = 1,78$) تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، إلا أن ضعف معامل الارتباط وعدم معنوية أغلب المتغيرات المفسرة، يدفعنا إلى اختبار مشكلة التعدد الخطي من خلال مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة.

جدول رقم (06): مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرا الدراسة.

	BU	EG	ER	FD	FP	IN	LC	LC	LE	LG	LG	N	TA	TR
BU	1,0	0,2	0,1	0,0	-	0,4	-	-	-	-	-	0,2	0,5	0,1
EG	0,2	1,0	-	0,0	-	0,1	-	0,0	-	-	-	0,0	0,1	0,0
ER	0,1	-	1,0	-	0,0	0,2	-	-	-	-	-	0,2	-	-
FD	0,0	0,0	-	1,0	-	-	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	-	0,1
FPI	-	-	0,0	-	1,0	-	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-	0,0
IN	0,4	0,1	0,2	-	-	1,0	-	-	-	-	-	0,1	0,1	0,0
LC	-	-	-	0,2	0,1	-	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	-	-	-
LC	-	0,0	-	0,2	0,0	-	0,9	1,0	0,8	0,9	0,9	0,0	-	-
LE	-	-	-	0,3	0,1	-	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9	0,0	-	-
LG	-	-	-	0,2	0,1	-	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	-	-	-
LG	-	-	-	0,2	0,1	-	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	-	-	-
NY	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	-	0,0	0,0	-	-	1,0	-	0,1
TA	0,5	0,1	-	-	-	0,1	-	-	-	-	-	-	1,0	0,4
TR	0,1	0,0	-	0,1	0,0	0,0	-	-	-	-	-	0,1	0,4	1,0

المصدر: مخرجات برنامج 8 .EViews.

نلاحظ من خلال مصفوفة الارتباط بين المتغيرات وجود ارتباط قوي بين المتغيرات (LGDI ،LEX ،LCM ،LGDP ،LCD) حيث يفوق معامل الارتباط 0,9 فيما بينها، لذا سنعتمد على متغير واحد فقط من بين المتغيرات الخمسة، لان لها تأثير في نفس الاتجاه على المتغير التابع، وبعد إقصاء المتغيرات التي ليست لها معنوية، وبعد تجريب العديد من النماذج توصلنا إلى النموذج الأحسن من خلال معيار معامل التحديد (R^2)، ومعباري Akaike، وSchwarz.

جدول رقم (07): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية لاختدار FDI على (-1)FDI و FPI ،BUS ،TRD

Dependent Variable: FDI				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 03/06/16 Time: 21:47				
Sample (adjusted): 2004 2014				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 141				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variabl	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI(-1)	0.342937	0.072648	4.720494	0.0000
FPI	-	0.186914	-3.457744	0.0007
BUS	3.517266	1.458747	2.411155	0.0172
LCM	41.30122	7.453091	5.541489	0.0000
TRD	1.006481	0.196987	5.109367	0.0000
C	-	98.01336	-5.389876	0.0000

Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		59.41880	1.0000
Weighted Statistics			
R-squared	0.507762	Mean dependent	47.1582
Adjusted R-	0.489531	S.D. dependent var	86.2815
S.E. of regression	61.64571	Sum squared resid	513026.
F-statistic	27.85150	Durbin-Watson	1.92172
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted			
R-squared	0.507762	Mean dependent	47.1582
Sum squared resid	513026.2	Durbin-Watson	1.92172

المصدر: مخرجات برنامج 8.EVIEWS.

وتظهر الاختبارات الإحصائية أن النموذج مقبول، فالنموذج معنوي من الناحية الفردية أي أن جميع المعالم تختلف عن الصفر لأن الاحتمالات المقابلة لإحصائية "ستودنت" كلها احتمالات صغيرة (أقل من 05%)، بالإضافة إلى أن إحصائية "دارين واتسون" تقترب من 2، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كما أن النموذج معنوي من الناحية الكلية مثلما يظهره الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر $[Prob(F-statistic)<0,01]$ وهذا يعني ملائمة النموذج في شرح العلاقة بين صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والمتغيرات المفسرة، بالإضافة إلى ذلك فإن قيمة معامل التحديد تحسنت مقارنة بالنموذج الأول، فأصبح النموذج يفسر 50% من التغير في صافي التدفقات الدولية للاستثمار الأجنبي المباشر. وتكشف النتائج على وجود علاقة إيجابية بين تدفق الاستثمار الأجنبي للفترة الحالية مع:

- تدفق الاستثمار الأجنبي للفترة السابقة(FDI₋₁)؛
 - درجة الانفتاح الاقتصادي(TRD)؛
 - بالإضافة مؤشر جودة البيئة التشريعية (كثافة مؤسسات الأعمال الجديدة(Bus)؛
 - حجم السوق المالي (LCM)؛
- وهذا ما يتفق مع المنطق الاقتصادي، وما توصلت إليه الدراسات السابقة فهذه المتغيرات بالإضافة إلى عناصر أخرى تشكل بيئة ومناخ الاستثمار الأجنبي المباشر.

في حين تظهر النتائج علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي،ويمكن تفسير ذلك كون هذين الشكليين للحركة الدولية لرؤوس الأموال بديلين فيما بينهما، فالمستثمر الأجنبي عند الإقبال على الاستثمار في إحدى دول العينة يفاضل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وبتالي زيادة تدفق الاستثمار المحفطي يقابله تراجع في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

أما بخصوص عدم معنوية معاملات بعض المتغيرات الاقتصادية على عكس ما تقره الدراسات السابقة، كالنتائج الداخلي الخام (LGDP)، الإنفاق الحكومي (LCD)، البنية التحتية (LGDI)، معدل النمو الاقتصادي (EG)، فيمكن تفسيره بكون اقتصاديات دول العينة متطورة جداً، ومتحكمة في مؤشرات الاقتصاد الكلي، وتشغل عوامل الإنتاج بطريقة كفئة، لذلك فالمستثمر الأجنبي يركز على وجود مجالات جديدة للاستثمار، ولا يركز بدرجة كبيرة على مؤشرات الاقتصاد الكلي،

فبالنسبة لدول العينة فهذه المؤشرات مستقرة تقريبا خلال فترة الدراسة، كما يظهره الفرق الكبير بين متوسطاتها الحسابية خلال فترة والدراسة وانحرافاتها المعيارية خلال نفس الفترة.

جدول رقم (08): تشتت بيانات السلاسل الزمنية لـ EG, LCD, LEX, LGDI, LGDP

المتغير	LGDP	LGDI	LEX	LCD	EG
المتوسط الحسابي	11,77	11,12	11,29	11,64	1,93
الانحراف المعياري	0,87	0,74	0,63	0,73	2,66

المصدر: من إعداد الباحث بناء على مخرجات 8.EVIEWS.

فمن خلال الجدول السابق يظهر أن الفرق كبير بين المتوسط الحسابي للمتغيرات LGDP, LGDI, LEX, LCD هذا ما يدل على أن هذه المتغيرات لم تعرف تغيرات كبيرة خلال فترة الدراسة، لذا لم يظهر أثرها على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.

أما بخصوص معدل النمو الاقتصادي فيظهر أن دول العينة عرفت تذبذب في هذا المؤشر خلال فترة الدراسة ويظهر ذلك من خلال أن الانحراف المعياري لهذا المؤشر أكبر من قيمة المتوسط الحسابي، إلا أن هذا التذبذب لم يظهر أثر معنوي على صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، ويمكن إرجاع ذلك إلى كون أن معدلات النمو بالنسبة لدول العينة كانت ضعيفة نوعا خلال هذه الفترة فلم يتعدى 1,93% سنويا.

2- هـ - بناء نموذج قياسي لمحددات الاستثمار المخفطي:

$FPI = f(FDI, LGDP, INF, ER, EG, NY, LEX, TRD, LCD, LGDI, TAX, BUS, LCM)$
باتباع نفس الخطوات السابقة، وبعد تجريب العديد من النماذج والمفاضلة بينها من خلال معيار معامل التحديد (R^2)، وإحصائية دارين واتسن (DW) ومعباري Akaike، و Schwarz، توّجّلنا للنموذج التالي:

جدول رقم (09): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة لمحددات الاستثمار المخفطي.

Dependent Variable: FPI				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/07/16 Time: 01:02				
Sample (adjusted): 2001 2014				
Periods included: 14				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 280				
Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	23.23340	3.674794	6.322367	0.0000
DER	1.425984	0.530411	2.688449	0.0076
INF	-	1.501435	-2.364671	0.0188
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.490799	Mean dependent	15.7609	
Adjusted R	-0.449353	S.D. dependent var	40.9187	
S.E. of regression	30.36401	Akaike info	9.73970	
Sum squared resid	237869.1	Schwarz criterion	10.0253	

Log likelihood	-	Hannan-Quinn	9.85425
F-statistic	11.84173	Durbin-Watson	2.07317
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج 8.EVIEWS.

وتظهر النتائج أن النموذج مقبول من الناحية الإصئية (إحصائية دارين واتسون، وإحصائية فيشر، إحصائية ستودنت للمعلومات)، نشير إلى أن أننا استعملنا السلسلة المصححة لسعر الصرف (DER)لان طريقة التقدير هي المربعات الصغرى العادية(GLS) التي تشتتط أن تكون سلاسل كل المتغيرات مستقرة لكي تكون المعلومات المقدرة متسقة. وتوضح النتائج أن تدفق الاستثمار المحفظي في دول العينة يرتبط إيجابيا مع سعر الصرف(DER)، وعكسيا مع معدلات التضخم السنوية (INF)، وهذا ما يتوافق مع نظرية محفظة الأوراق المالية الدولية، وتكشف قيمة معامل التحديد $R^2 = 0,49$ أن 49% من التغير في صافي تدفقات الاستثمار المحفظي في دول العينة مفسر بواسطة التغير في سعر الصرف و معدلات التضخم. أما النسبة المتبقية 0,51 فترجع لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج كسعر الفائدة الذي محدد رئيسي للحركة الدولية للاستثمار المحفظي، الذي لم نستطيع جمع بيانات حوله لدول العينة.

خلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى تقدير محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في شقها المتعلق بالاستثمار، فركزت على محددات أهم شكلين للحركة الدولية لرؤوس الأموال وهما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي من خلال عينة من 20 دولة متقدمة خلال الفترة 2000-2014، وقد استخدمت الدراسة التقنيات الإحصائية والقياسية والمتمثلة في منهج تحليل بيانات البنال، الملائم لدراسة البيانات الزمنية والمقطعية لمتغيرات الدراسة، وذلك للوصول إلى نتائج أكثر دقة. وتقر النظرية الاقتصادية أن حركة رؤوس تحتكم إلى نفس المبدأ في تخصيص رؤوس الاموال على المستوى المحلي في المفاضلة بين الوجهات المتاحة للاستثمار، فحجم السوق ومؤشرات الاداء الاقتصادي، بالإضافة للاستقرار السياسي والاقتصادي ومؤشرات البنية التحتية والبيئة التشريعية والقانونية هي أهم محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال. وتكشف الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي، أن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر يرتبط إيجابيا مع: صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة السابقة، درجة الانفتاح الاقتصادي، مدى ملائمة بيئة الأعمال والتسهيلات التشريعية، بالإضافة حجم التداول في السوق المالي، فيحين أن الاستثمار المحفظي يؤثر سلبيا على الاستثمار الأجنبي المباشر، فالعلاقة بينهما هي علاقة إحلال، أي أن الاستثمار المحفظي يعتبر تكلفة فرصة بديلة للاستثمار الأجنبي المباشر. وتكشف الدراسة القياسية كذلك أن الاستثمار المحفظي في دول العينة يرتبط إيجابيا مع ارتفاع معدلات سعر صرف عملة الدولة مقابل الدولار بمرونة تساوي 1,42، أي أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة خلال السنة يؤدي إلى تغير في صافي تدفق الاستثمار المحفظي بـ 1,42 مليار دولار.

وفي المقابل يتفاعل تدفق الاستثمار المحفظي عكسيا مع معدل التضخم السنوي بمرونة قدرها (-3,55)، أي أن ارتفاع معدل التضخم السنوي بـ1% سنويا، يؤدي إلى تراجع في صافي التدفق السنوي للاستثمار المحفظي بـ3,55 مليار دولار.

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

² سمير أمين، التراكم على الصعيد الدولي، دار بن خلدون، لبنان 1978، ص181.

³ جون هدرسون، مارك هرنذر، تز: طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1987، ص207.

⁴ علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة، ط 1، الأردن 2007، ص207.

⁵ سمرد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار حامد، ط 1، الأردن 2000، ص149.

⁶ علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سابق، ص 208.

⁷ عبد السلام أبو قحف ، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 1989 ، ص 38

⁸ الحاج أنور، المناطق الحرة في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية، رسالة دكتوراة، جامعة الجزائر 2007، ص 12.

⁹ قابل محمد صفوت، الدول النامية والعولة، الدار الجامعية، مصر 2004، ص 146.

¹⁰ عبد القادر باب، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2004، ص 94.

¹¹ بن ديب عبد الرشيد ، تنظيم وتطور التجارة الخارجية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراة دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2003، ص ص 361-362.

¹² إبراهيم محسن عجيل، الشركات متعددة الجنسيات وسيادة الدولة، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2008، ص 17، متاحة على الموقع

¹³ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي الشركات عبر الوطنية والصناعات الاستخراجية والتنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2007، ص6.

¹⁴ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي الشركات عبر الوطنية والإنتاج الزراعي والتنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2009، ص11.

¹⁵ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير الاستثمار العالمي سلاسل القيمة العالمية الاستثمار والتجارة من أجل التنمية، الأمم المتحدة نيويورك 2013، ص8.

¹⁶ الحاج أنور، المرجع السابق، ص 25.

¹⁷ د. عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحروقات في ظل المناخ الاستثماري الاقتصادي الجديد، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة، 22 و 23أفريل2003، ص 1.

¹⁸ مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة 1997، ص96.

¹⁹ عبد الرزاق فارس الفارس، الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات والحلول، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، ط1 ، الإمارات العربية المتحدة 2010، ص 159.

²⁰ بسام حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات، 2003، ص 10.

²¹أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005، ص 34.

²² علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة، ط 1، الأردن 2009، ص 161.

²³ مفيد ذنون يونس، دنيا أحمد عمر، محددات الاستثمار الأجنبي في أقطار عربية مختارة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، العراق 2006 ص111.

²⁴ حسن بن رقدان الهجهوج، اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر التمويل والاستثمار، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر 2004، ص64.

²⁵ عماد فايز أمين أغا، الاستثمار الأجنبي في الأردن مجالاته ومحدداته خلال الفترة 1970-1999، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية 2002، ص 147

²⁶ نشأت علي عبد العال، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، دار الفكر الجامعي، ط 1، مصر 2012، ص 325.

²⁷ زاهد محمد ديري، إدارة الأعمال الدولية، دار الثقافة، ط1، الأردن 2011،، ص 163.

²⁸ علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة، ط 1، الأردن 2009، ص 161.

²⁹ مفيد ذنون، المرجع السابق، ص102.

³⁰ عمر محمد صقر، العولمة والاستثمار الأجنبي المباشر، حالة دول شمال أفريقيا، الدار الجامعية، بيروت، 2001، ص53.

³¹ أنمار حاجي، محمد نايف، أثر التجارة الإلكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق رأس المال الأجنبي لعينة من الدول الآسيوية باعتماد التصنيف الصناعي، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، 2006، ص138.

³² حسن بن رقدان الهجهوج، المرجع السابق، ص 68.

³³ سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص 179.

³⁴ لتفصيل أكثر ارجع: جون هدرسون، المرجع السابق، ص 341-351..

³⁵ عبد الرزاق حمد حسين، قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الكلية للبلدان النامية الهند حالة دراسية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 18، العراق 2009، ص20.

³⁶ أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005، ص 55.

³⁷ Regis Bourbonnais, économétrie, 7^{ème} édition, donod, Paris 2009, p332.

³⁸ Regis Bourbonnais, op-cit, p 392.