

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

الأكاديمية الليبية

مدرسة العلوم الإدارية والمالية

قسم الاقتصاد

" تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال الناشئة مع إشارة خاصة إلى
بعض الدول العربية (مصر - المغرب) "

رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الإجازة (الماجستير)
في الاقتصاد

إعداد الطالب : - عيسى فرج الطائع.
إشراف الدكتور: - صالح حفيظ الميهوب.

ربيع 2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَادْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴾

﴿ وَإِذَا رَأَوْا تِجَارَةً أَوْ لَهْوًا انفَضُوا إِلَيْهَا وَتَرَكُوكَ قَائِمًا قُلْ مَا عِنْدَ اللَّهِ خَيْرٌ مِنَ اللَّهْوِ وَمَنْ التَّجَارَةُ ﴾

وَاللَّهُ خَيْرُ الرَّازِقِينَ ﴿ ﴾ .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الآية (10,11) من سورة الجمعة

الإهداء

إلي من غادرنا مبكراً ، وخلف وراءه من الأحرار إلي من ودعته منذ أعوام

أبي العزيز

إلي نبع العطاء والحنان إلي من جعل الله الجنة تحت أقدامها

أمي الحبيبة

إلي رمز الشفاني والإخلاص رفيعة دربي زوجتي

إلي مهجة فؤادي الأعزاء

أبنائي الأعزاء

إلي من أثار لي طريق العلم

إخوتي الأعزاء

إليكم أهدى خلاصة جهدي

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي هدانا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله فبفضل منه تمت هذه الرسالة وقدر لها الظهور وبفضل منه تشكلت لجنة الحكم عليها من نخبة من المع فقهاءنا في ميدان البحث والاقتصاد .

وأبدأ بخالص شكري وتقديري إلي الأستاذ الفاضل الدكتور : صالح حفيظ الميهوب المشرف علي ما شرفت به من قبول الإشراف علي هذه الرسالة رغم مسؤولياته الجسيمة ، فقد كان لمعاوته وتوجيهاته السديدة ونصائحه الثمينة وأراءه القيمة أبلغ الأثر في إنجاء هذا العمل .

كذلك تتقدم بالشكر العميق إلي

الدكتور : أحمد المبروك بولس والدكتور : حامد الشريف بركاء

بتفضلهم بعضوية هذه اللجنة بالرغم من مشاغلهم الجمل فإظفاء ذلك شرف علينا لمشاركتهم بعلمهم وفكرهم في مناقشة هذه الرسالة .

فلهم منا جميعاً أسمى آيات الشكر والعرفان بالفضل وجزآهم الله عنا خير الجزاء ولا يفوتني أن أكتب شكري وتقديري لكل من مد لي يد العون أو أفد لي توجيه في إنجاء هذا البحث ، وفي الاحتام الشكر الله لعلي الكريم الذي من علي بإتمام هذه الرسالة فله الشاء حتى أعجز

وأخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين .

مستخلص الدراسة :- شهدت أسواق المال في الكثير من الدول النامية تطورات عميقة وبشكل متسارع في منتصف الثمانينات علي الساحة العالمية الأمر الذي أملتته التقنيات الحديثة في ظل العولمة بتحريرها من القيود وعملها على جذب الاستثمارات الأجنبية ، وزيادة جاذبية قدراتها التنافسية بالخدمات المالية و اجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وعلى الرغم من الدور الهام التي قامت به تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة فهي تحمل معها قدرا من المخاطر والمشاكل التي تؤثر على اقتصاديات البلدان المتلقية .

المشكلة البحثية :- تكمن في قياس القوة التنافسية للأسواق العربية ، ومدى قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية إليها، بأن تحقق اعلي مكاسب و اقل مخاطر ، وبذلك تم اختيار عينات من الأسواق العربية الناشئة (مصر - المغرب)

أهداف الدراسة :- تسعى هذه الدراسة إلي تحقيق بعض الأهداف :-

- 1- التعرف على أهمية الإستثمارات في اقتصاديات الدول العربية .
- 2- بحث سبل زيادة جذب تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الأوراق المالية المصري ونظيرة المغربي من خلال رفع القدرة التنافسية له .
- 3- التعرف على المكاسب المتوقعة من الاستثمارات والمخاطر المرتبطة بها .

فرضيات الدراسة :-تقوم الدراسة على الفرضيات التالية وهي :-

- 1- أسواق رأس المال الناشئة أسواق تنافسية من الدرجة الأولى بإعتبارها أسواقاً جاذبة للأموال .
- 2- سوق الأوراق المالية المصري ونظيره المغربي لهما قدرة على جذب الأموال .
- 3- القدرة التنافسية للأسواق الناشئة تعتمد على محددات وعوامل ذاتية وموضوعية .

منهجية الدراسة :-

عادة ما يسلك الباحث في دراسته للمشكلة البحثية منهجية محددة وهذه الرسالة لا تخرج عن هذا الإطار وقد استخدمت هذه الرسالة المنهجية الوصفية وتحليل الكمي للبيانات المتوفرة عن أسواق رأس المال

الناشئة ، لوصف المتغيرات الواردة في المشكلة البحثية ، تم دراسة طبيعة العلاقة بين الأسواق الناشئة والاستثمارات الأجنبية .

المبحث الأول

النتائج :-

نستخلص من الدراسة عدد من النتائج الهامة التي توضح مدى صحة فرضيات الدراسة والمتمثل في الآتي:-

- 1- أوضحت الدراسة تطور نمو أسواق رأس المال كثير من الدول النامية التي تبنت برنامج الإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي وهو ما أدى بدوره إلى زيادة جاذبية أسواقها الأجنبية .
- 2- إن الأسواق الناشئة تقع في اقتصاديات البلدان النامية ، من خلال تعريف الأسواق الناشئة في الدراسات المختلفة في الدراسات المختلفة فقد انصب علي سمتين أساسيين :-
 - أ- أن هذه الأسواق تقع اقتصاديات الدول النامية .
 - ب- إن هذه الأسواق ذات أحجام صغيرة وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم .
- 3- تسهم تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق رأس المال الناشئة في التنمية الاقتصادية من خلال التأثير في العديد من المتغيرات الاقتصادية لعل من أبرزها ، تخصيص الموارد وعلاج المديونية الخارجية وتنمية سوق رأس المال .
- 4- علي الرغم من الدور الايجابي الذي يحمله الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال الناشئة إلا انه يحمل معه قدر من المخاطر والمشاكل التي تؤثر علي اقتصاديات الدول النامية .
- 5- إن أهم سياسات التحوط لتجنب وقوع الأزمات ووقوع الأزمات المالية و الاتجاه إلى الإصلاح الاقتصادي قبل تحرير سوق رأس المال وأيضاً التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال والرقابة المالية الحذرة علي هذه التدفقات .

المبحث الثاني

التوصيات:-

إسناداً إلى النتائج التي توصلت إليها الدراسة ، فإن الباحث يوصى بما يلي :-

- 1- أن يكون الغرض من الاستثمار الأجنبي المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية ويستخدم المستثمر الأجنبي الموارد ، ويساهم في رفع كفاءة العناصر المحلية و زيادة فرص العمل ، و ينقل الآلات والتقنيات الحديثة .
- 2- الاتجاه إلى الكيانات الكبرى مما لها من أثار إيجابية لاقتصاديات الدول النامية ، سواء بالنسبة للاقتصاد القومي أو بالنسبة لمستقبل أداء السوق .
- 3- تكوين جهة إرشادية للمستثمر الأجنبي لمساعدة وتوجيه المستثمر الأجنبي في اكتشاف الفرص الاستثمارية في البلدان العربية ، استلام طلبات الاستثمار الخارجي ومنع حوافز الاستثمار .
- 4- الاتجاه إلى برنامج الإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي والخصخصة ، لما لها من تأثير كبير في جذب الاستثمارات الأجنبية ، وبناء قاعدة تشريعية تساعد في توقي المخاطر المحتملة .
- 5- انتهاج سياسات التحوط حتى يتمكن الاقتصاد المحلى للدول العربية في الاندماج في النظام المالي العالمي ، من خلال الرقابة علي المؤسسات المالية والحد من التدخل الحكومي في المجالات التي يكون فيها لقوى السوق قدراً من الفاعلية .

فهرس المحتويات

ت	الموضوع	الصفحة
1	الآية	أ
2	الإهداء	ب
3	الشكر والتقدير	ت
4	مستخلص الدراسة	ث
5	فهرس الموضوعات والجداول	ج
6	الفصل التمهيدي	1
7	المقدمة	2
8	المشكلة البحثية	2
9	أهمية الدراسة	2
10	أهداف الدراسة	3
11	فرضيات الدراسة	3
12	منهجية الدراسة	3
13	نطاق الدراسة	3
14	الفصل الأول: الاستثمار الأجنبي ومحددات تدفقه إلى أسواق رأس المال الناشئة	4
15	المبحث الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي وحاجة البلدان النامية له	5
16	حاجة البلدان النامية الاستثمار الأجنبي	7
17	حاجة البلدان النامية لرؤوس الأموال الأجنبية	8
18	المبحث الثاني : تحليل نظري لمحددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى سوق رأس المال الناشئة	10
19	المخاطر المؤثرة في أصحاب القرار الاستثماري	10
20	المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة	12
21	عوامل ومحددات تدفق الاستثمار الأجنبي	12
22	الفصل الثاني : الاستثمارات الأجنبية في الأسواق رأس المال الناشئة	16
23	المبحث الأول : مفهوم أسواق رأس المال الناشئة	17
24	خصائص الأسواق الناشئة	19
25	الهيكل التنظيمي الأسواق الناشئة	23

24	المبحث الثاني: تدفق الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية بالأسواق الناشئة	26
27	المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال الناشئة	27
30	الفصل الثالث: دور تدفقات المحفظة في الأزمات المالية بالأسواق الناشئة وأثرها على المتغيرات الاقتصادية .	28
30	المبحث الأول : تدفق المحفظة والأزمات المالية بالأسواق الناشئة	29
33	أسباب الأزمات المالية .	30
37	المبحث الثاني : سياسات لتحوط ودور تدفقات المحفظة في التأثير علي المتغيرات الاقتصادية .	31
40	دور تدفقات المحفظة على المتغيرات الاقتصادية.	32
42	الفصل الرابع : المناخ الاستثماري لسوق الأوراق المالية المصري ونظيرة المغربي في جذب التدفقات الإستثمارية.	33
43	المبحث الأول : المناخ الاستثماري في سوق الأوراق المالي المصري	34
46	المناخ الاستثماري لسوق الأوراق المالي المغربي	35
48	المبحث الثاني : الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري ونظيره المغربي	36
52	الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري	37
53	الاستثمارات الأجنبية مع بداية الألفية الجديدة في سوق رأس المال المصري	38
54	الاستثمارات الأجنبية في رأس المال المغربي	39
57	الفصل الخامس: النتائج – التوصيات	40
58	النتائج	41
59	التوصيات	42
60	المراجع	43

فهرس المجداول

الصفحة	المجداول	ت
17	أسواق رأس المال الناشئة أمريكا اللاتينية	1
20	تطوير رأس المال السوقي في الاسواق الناشئة	2
21	عدد الشركات المسجلة بأسواق رأس المال الناشئة	3
48	حجم الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية	4
56	تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المغرب	5

الفصل التمهيدي

" الإطار العام للدراسة "

المقدمة :-

حضي تدفق الاستثمار الأجنبي في العالم بزيادة ملحوظة في الدول النامية بصفة عامة والعربية منها خاصة ويرجع ذلك نتيجة لما أملتته المستجدات المتسارعة في الساحة العالمية من انفتاح كبير في ظل العولمة وانسياب حركة البضائع و رؤوس الأموال في هذه الدول كما ينتج عنه جذب الاستثمار الأجنبي وحصر المكاسب من تكنولوجيا وتطوير المهارات للقوى العاملة وتحقيق عبء تمويل الإنتاج عن الجهات العامة وذلك من خلال قيام القطاع الخاص بهذه المهمة. ومن أجل معرفة الآثار الإيجابية والمخاطر المحتملة التي يحملها الاستثمار الأجنبي للدول النامية والعربية خاصة فقد تم اختيار هذا الموضوع.

المشكلة البحثية :-

تكمن في قياس القوة التنافسية للأسواق العربية ، ومدى قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية إليها، بأن تحقق أغلي مكاسب وأقل خاطر ، وبذلك تم اختيار عينات من الأسواق العربية الناشئة (مصر - المغرب) .

أهمية الدراسة :-

تأمل الدراسة لتوضيح واقع الاستثمارات الأجنبية في سوق الرأسمال الناشئة وخصوصا في الدول العربية والوصول إلى مدى قدرة الأسواق الناشئة على جذب الاستثمارات الأجنبية بتحقيق أعلى مكاسب وأقل مخاطر والبحث عن الآثار المترتبة على الأسواق ودرجة المخاطر المرتبطة بهذا السلوك وأثرها على المتغيرات الاقتصادية .

بالإضافة إلى محاولة تقديم نتائج واقتراحات وتوصيات تكون مفيدة لواصفي الساسة في هذا المجال .

أهداف الدراسة :-

تسعى هذه الدراسة إلي تحقيق بعض الأهداف :-

- 4- التعرف على أهمية الإستثمارات في اقتصاديات الدول العربية .
- 5- بحث سبل زيادة جذب تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الأوراق المالية المصري ونظيره المغربي من خلال رفع القدرة التنافسية له .
- 6- التعرف على المكاسب المتوقعة من الاستثمارات والمخاطر المرتبطة بها .

فرضيات الدراسة :-

تقوم الدراسة على الفرضيات التالية وهي :-

- 4- أسواق رأس المال الناشئة أسواق تنافسية من الدرجة الأولى بإعتبارها أسواقاً جاذبة للأموال .
- 5- سوق الأوراق المالية المصري ونظيره المغربي لهما قدرة على جذب الأموال .
- 6- القدرة التنافسية للأسواق الناشئة تعتمد على محددات وعوامل ذاتية وموضوعية .

منهجية الدراسة :-

عادة ما يسلك الباحث في دراسته للمشكلة البحثية منهجية محددة وهذه الرسالة لا تخرج عن هذا الإطار وقد استخدمت في هذه الرسالة المنهجية الوصفية وتحليل الكمي للبيانات المتوفرة عن أسواق رأس المال الناشئة ، لوصف المتغيرات الواردة في المشكلة البحثية ، تم دراسة طبيعة العلاقة بين الأسواق الناشئة والاستثمارات الأجنبية .

نطاق الدراسة :-

النطاق المكاني :- حتى يتسنى لنا معرفة إبعاد المنافسة بين الأسواق الناشئة في الدول العربية فقد تم اختيار السوق المصري ونظيره المغربي .

النطاق الزمني :- سوف تقوم الدراسة بإلقاء الضوء على الفترة الزمنية من 1989-1999.

الفصل الأول

" الاستثمار الأجنبي ومحددات تدفقه إلى أسواق
رأس المال الناشئة "

المبحث الأول : مفهوم الاستثمار الأجنبي وحاجة البلدان النامية له .
المبحث الثاني : تحليل نظري لمحددات تدفق الاستثمار الأجنبية إلى
أسواق رأس المال الناشئة.

المبحث الأول

" مفهوم الاستثمار الأجنبي وحاجة البلدان النامية له "

أولاً: مفهوم الاستثمار الأجنبي :-

شهدت الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية توسعاً ملحوظاً في حجم الإنتاج الدولي من خلال الإشارات الأجنبية المباشرة بالدرجة الأولى ، وتدهور القوة الامبريالية لإمبراطوريات الأوروبية وخاصة بريطانيا ، وكذلك ظهور سياسات إحلال الواردات في الدول المستقلة حديثاً والتطور السريع في التكنولوجيا ، كل ذلك أسهم في عملية توسع الاستثمار .

وكذلك دخول الاقتصاد العالمي في الحقبة الماضية إلى مرحلة جديدة وهي اقتصاد السوق الذي لا يعرف حدود جغرافية وتتمثل هذه المتغيرات التي حدثت في فترة متزامنة القوة الدافعة لظاهرة العولمة التي ظهرت بأشكال جديدة من التكنولوجيا المتطورة ، وانهايار أنظمة التخطيط المركزي في شرق أوروبا والصين.(1) فمعظم الدول المضيفة للاستثمار المباشر قد حررت قواعد الاستثمار منذ بداية الثمانينات، والكثير من الدول في سعى دعوب لتشجيع الشركات الأجنبية و ذلك للاستفادة من نشاطها على أراضيها.

تعريف الاستثمار الاجنبي:-

أن تعرف الاستثمار الاجنبي شغل إهتمام الاقتصاديين الذين عرضو تعريفات متعددة لعل من أهمها :-

1- يعرف الاستثمار الأجنبي بأنه انتقال رؤوس الأموال بين بلدين بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية مختلفة كشراء أوراق مالية أو أموال منقولة تدر ربحاً ، أو امتلاك عقار تعطى ربحاً ، أو بقصد توظيفها في عمليات استثمارية مثمرة كالإقراض أو في عمليات غير مثمرة كحفظ النقود في مصرف أو للإيداع تفادياً للإخطار التي قد تتعرض لها في ظرف التوتر السياسي والاقتصادي . (2)

2- ويمكن تعريفه أيضاً بأنه " كل إستخدام يجرى في الخارج لموارد مالية يملكها بلد ما من البلدان بغض النظر عن كيفية توظيف تلك الأموال في البلدان المضيفة لها " ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار الأجنبي " . (3)

(1): رضا عبد السلام ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة -القاهرة "المكتبة العصرية" 2007.

(2): دريد محمد السامرائي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية .

(3): جبل برثان ، ترجمة على مقلد ، الاستثمار الدولي (1982) ، منشورات اعويدات ، بيروت ، ص 7 .

جرى العرف الدولي على تقسيم الاستثمار الأجنبي من حيث طبيعة إلى نوعين :-

أ- الاستثمار الأجنبي المباشر:-

وينطوي هذا النوع " على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع محل الاستثمار سواء كان مشروعاً للتسويق أو التصنيع والإنتاج أو أي نوع آخر من النشاط أو الانتاجي الخدمي بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار " (1) أما منظمة الأمم المتحدة فقد ذهبت إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو الاستثمار الذي يشمل (UNCTAD) للتجارة والتنمية الذي يشمل علاقة طويلة الأجل ويعكس مصلحة مستديمة ورقابة بواسطة مستثمر في مشروع مقام في اقتصاد ينتمي إلى دولة غير دولة المستثمر الأصلية " . (2)

ب- الاستثمار الأجنبي غير المباشر:-

هو ذلك الاستثمار الذي يتخذ شكل قروض مقدمة من أفراد والهيئات أو الشركات الأجنبية ويكون في الشكل اكتتاب في الأسهم والسندات صادرة من الدولة المستقطبة لرؤوس الأموال أو هيئاتها العامة الشركات التي تنشأ فيها ، وينطوي هذا النوع " على تملك المستثمر الأجنبي سواء كان أفراد أو شركات أو حكومات للأوراق المالية في شكل أسهم وسندات في دولة أخرى ، دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في التنظيم وإدارة المشروع الاستثماري ، ويعد الاستثمار في الأوراق الأجل إذا ما قورن بالاستثمار الأجنبي المباشر " وعلية فإن معيار التميز بين الاستثمار الأجنبي المباشر يكمن في مسألة السيطرة على المشروع المستثمر فيه فإذا كان المستثمر الأجنبي يسيطر على مشروعة في الخارج فإن استثمار يسمى استثماراً غير مباشر . (3)

ويتضح من ذلك أن الاستثمار غير مباشر يمكن أن يكون في صورة قروض تقدم إلى الدولة المستقطبة لرأس المال أو المشروعات الاقتصادية فيها كما يكمن أن يتخذ أيضاً صيغة الاكتتاب في الأسهم والسندات التي تصدرها تلك الدولة أو المشروعات التي تتأسس فيها .

(1): جبل برثان ، مرجع سابق ذكره ، ص 7 .

(2) عبد السلام أبو قحف ، اقتصاديات الاستثمار الدولي ، (2001) الطبعة الأولى ، مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، ص 366 .

(3) حسن رفدان الهجوج ، اتجاهات ومحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون العربي (2004-2005) مؤتمر الاستثمار والتمويل شرم الشيخ مصر ،

ثانياً: حاجة البلدان النامية للاستثمارات الأجنبية .

على الرغم من أن رصيد البلدان النامية من رأس المال يعتبر أقل من المستوى اللازم لعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، إن هذا الرصيد المتواضع يساء استخدامه بواسطة عوامل كثيرة منها : -

الاستهلاك الترفي ، والزيادة الجامحة في عدد السكان ، كذلك زيادة الإنفاق العسكري ويرى الاقتصاديون أن نقص رؤوس الأموال في البلدان النامية يرجع إلى عدة أسباب وهي :-

(1): هروب رؤوس الأموال إلى الخارج حيث يلاحظ أن الطبقات الغنية بالدول النامية تميل إلى توجيه جانب كبير من رؤوس أموالها إلى الخارج وإيداعها في البنوك الأجنبية وذلك بحثاً عن الأمان والضمان من جهة والربح والفائدة من جهة أخرى .

(2): التهرب الضريبي وتأخير في دفع الضريبة بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية غير القانونية في بعض القطاعات الإنتاجية وبدون مبرر اقتصادي سليم .

(3): الاستهلاك الغير عقلاني في الدول النامية فزيادة الإنفاق الاستهلاك إلى حد الترف يؤدي دون شك إلى نقص الادخار وهذا ما يتميز به طبقة الأغنياء بالدول النامية .

(4): انخفاض متوسط دخل الفرد بالدول النامية فمعظم الدول النامية تعاني من انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وبالمقابل ارتفاع حجم السكان مما يجعل متوسط دخل الفرد متدنياً للغاية وهذا بدوره ينعكس على ضعف المقدرة على الادخار .

(5): تأخر النظم الاجتماعية والسياسية بالدول النامية وتدننى جودة التعليم والفنون الإنتاجية بهذه الدول بالإضافة إلى انتشار البطالة .

(6): الاكتناز حيث أكدت إحدى الدراسات التي قام بها خبراء الأمم المتحدة عن تخلف الاقتصاد إن طبقة الأغنياء والمترفين بالدول النامية تقوم باحتجاز قدراً كبيراً من أموالها ومنعها من التداول في شكل مجوهرات ومعادن نفيسة (1).

(7): نقص الادخار: فهو المشكلة الأولى من مشاكل تكوين رأس المال في البلدان النامية ، وهو الذي يعكس عملية تكوين رأس المال .

(8): توجيه الاستثمار إلى عمليات غير منتجة: حيث أثبتت التجربة أن أصحاب رؤوس الأموال في البلدان النامية ، لا يستثمرون أموالهم في عمليات منتجة زراعية كانت أم صناعية ، ولكنهم يفضلون غالباً توجيه أموالهم ومدخراتهم نحو شراء الأصول العينية كالعقارات والأراضي . (2)

(1) محمد عبدالعزيز عجمية ، محمد على الليثي (2000) التنمية الاقتصادية مفهومها ونظرياتها وسياساتها ، الدار الجامعية الاسكندرية ص 226
(2) د نزيه عبدالمقصود مبروك ، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية ، دار الفكر الجامعى ص 5-7

ثالثاً: حاجة الدول النامية لرؤوس الأموال الأجنبية :-

إذا كان الأصل أن يقوم الاقتصاد الوطني بتوفير الشطر الأكبر من المدخرات اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية ، فإن هذه المدخرات قد تكون ضعيفة ، فبذلك فهي تفتح الباب أمام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للوصول إلي تلافى هذا الضعف الذي تعاني منه البلدان النامية .

فإن الاستثمار الأجنبي يرتب جملة من الآثار التي تدفع بعجلة النمو الاقتصادي في الدول النامية إلى الأمام ، بل أن اللجوء إلي رأس المال الوافد قد يصبح ضرورة لا بد منها إذا كان الاقتصاد المحلي ضئيلاً الذي بدوره لا يفي بمتطلبات التنمية المنشودة .

فهو بدوره يخفف من العبء على ميزان المدفوعات للدولة المضيفة ، فإن اعتماد الدولة على مواردها الداخلية في تمويل النمو الاقتصادي فقد يؤدي ذلك الى تدهور قيمة عملتها المحلية ، نتيجة عدم توازن وارداتها مع السلع اللازمة للتنمية وقيمة صادراتها . فيزداد الطلب على العملات الأجنبية في سوق الصرف عن الكمية المعروضة منها فيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة العملة المحلية⁽¹⁾ . من هنا فإن جذب الاستثمار الأجنبي والاستعانة به قد يوفر للدولة المستقطبة له كل ما شأنه المساهمة في التنمية الاقتصادية مع الاحتفاظ بالعملة المحلية .

فهناك عدة نتائج تجسد أهمية رأس المال :-

- 1- توفير احتياطي من العملات الأجنبية اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية ، ويكون ذلك من خلال ما يجلبه الاستثمار الأجنبي من رأسمال نقدي وعيني إلى الدولة المستقطبة .
 - 2- يعتبر الاستثمار الأجنبي أداء رئيسة لنقل التكنولوجيا الحديثة إلى الدولة المستقطبة للاستثمار .
 - 3- رفع مستوى الخبرة لدى العمالة الوطنية وزيادة المهارات الفنية وزيادة في الدخل للعمالة الوطنية .
- وبذلك فإن هذه الفوائد التي يجلبها الاستثمار الأجنبي تحتاج الى تعديل تشريعات الدول المضيفة وان يكون ملائم مع متطلبات الاستثمار ، ويكون السماح للاستثمار الأجنبي محددا في المجالات التي تتطابق مع الخطة التنموية للدولة ، على سبيل المثال قانون الاستثمار السوري الذي يشترط عدة شروط للموافقة على الاستثمار في بلده . (2)

أ- إن يكون الاستثمار منسجماً مع أهداف الخطة الإنمائية للدولة .

ب- إن يستخدم ما أمك الموارد المحلية المتاحة في الاقتصاد الوطن

ج- أن يساهم في أنماء الناتج القومي وزيادة فرص العمل .

د- إن يستخدم الآلات والتقنيات الحديثة الملائمة لحاجات الاقتصاد الوطنية .

(1)-المادة رقم (4) من قانون تشجيع الاستثمار رقم (10) لسنة 1991 في سوريا .

المبحث الثاني

" تحليل نظري لمحددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة ومخاطره"

يسعى المستثمرون بالاهتمام بالعوائد المتوقعة من دخولهم في السوق وشراء الورقة المالية وكذلك ينصب اهتمامهم بالمخاطر الناجمة على العوائد التي قد تتساوى مع العوائد الفعلية في ظل ظروف التأكيد التي لا تواجهه مخاطر .

أما في حالة عدم التأكد فإن العائد المتوقع غالباً لا يتحقق و يكون بنسب متفاوتة على حسب درجة تأثير العوامل وسوف نتناول جزء من العوامل المؤثرة في أصحاب القرار الاستثماري .

أولاً : العوامل المؤثرة في أصحاب القرار الاستثماري .

(1)ومن أبرز هذه العوامل سعر الفائدة:-

• عامل سعر الفائدة :-

وهي عوامل تنتج عن التذبذبات التي تحدث في أسعار الفائدة لها علاقة عكسية بالأوراق المالية وإن الفترة الزمنية موجبة الاستحقاق لفترة طويلة فهي الأكثر تأثر من الأوراق المالية موجبة الاستحقاق لفترة قصيرة . وكذلك فإن التغير في معدلات الفائدة له تأثير على عوائد المستثمر .

• عامل عدم القدرة على سداد الالتزامات :-

قد يؤدي سوء الأداة بالشركة إلى عدم مقدرتها على سداد فوائد القروض أو أقساط القرض في وقت استحقاقه الأمر الذي يجعل ديون الشركات ذات معدلات الفائدة الثابتة تواجه مخاطر الفشل المالي .

وإن السندات الحكومية لا تخضع لمثل هذا النوع من المخاطر بكونها تعتبر المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات بكونها طبع البنكنوت لسداد الالتزامات .

• عامل عدم التأكد من الدخل :-

(1): محمد عبد المطلب بدوى ، محدّدات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة وأثارها على المتغيرات الاقتصادية ، رسالة دكتوراه ، جامعة عين

يتخذ المستثمر قراراته الاستثمارية بناء على المعلومات المستقبلية وليست له أي فكرة على السعر الذي سيكون عليه السهم في المستقبل .

وكذلك لا تكون أي فكرة على التوزيعات المتوقعة الحصول عليها خلال فترة احتفاظه بالسهم . وهذا غالباً ما يكون أصحاب الأسهم المادية .

وتخضع ربحية الشركة لأنواع معينة من المخاطر مثال ذلك يؤدي إلى الكساد الإقتصادي وانخفاض المبيعات الذي بدوره يؤدي إلى انخفاض المبيعات ويؤدي إلى قرار سياسي معين كانخفاض الضرائب وتغير التكنولوجيا المستمر إلى تقدم منتجات الشركة .

● عامل التحويل :

في حالة تحويل سند أو سهم ممتاز إلى عدد من الأسهم العادية فإن معدل العائد على الاستثمار قد يتغير فإن قيمة الأسهم العادية قد تزيد أو تقل ، فالورقة المالية القابلة للتحويل عادة ما يكون معدل الكوبون لها منخفض لذلك فإن المستثمرون يقبلون هذه النسبة المنخفضة على أمل المشاركة في إي زيادة تحدث في سعر السهم العادي للشركة فحجم الفرق في العائد بين الورقة المالية المباشرة وبين الورقة المالية القابلة للتحويل ، سيتوقف على معدلات الفائدة السائدة في السوق وعلى الأحوال المتوقعة بالنسبة للشركات صاحبة إصدارات هذه الأوراق .

● عامل سعر الصرف :-

وهي التغيرات التي تحدث في صرف قيمة التدفقات النقدية المتوقعة نتيجة التغير في سعر الصرف فانخفاض قيمة العملة يؤدي إلى تقليل قيمة التدفقات المتوقعة بالعملة المحلية وقد تنعكس نتيجة هذا الاستثمار إلى خسارة بعد أن كان ربح . وتكون الورقة المالية قصيرة الأجل أقل مخاطر من الورقة المالية طويلة الأجل . على الرغم من أن تلك المخاطر يمكن تخفيضها بالاستثمار في أسواق تنسم بلدانها باستقرار سعر صرف عملتها وهذا لا يعنى غياب هذا النوع من المخاطر حيث يعتمد اتجاه سعر الصرف على عوامل قد تتغير بين حين آخر .

● عامل السياسة :-

فالبينة السياسية للبلد المراد الاستثمار فيها دورا هاما لمتخذي القرار الإستثمارى فالاستقرار السياسي والوضع الأمني ضمانات لتأمين الاستثمارات يزيد من الثقة لتعاقدات المالية التي تتم والعكس صحيح .

● عوامل التسويق :-

وهي تغيرات في العوائد الاستثمارية الناتجة عن عمولات واتفاقيات تحديد أسعار بيع ورقة :-

1- الوقت الذي تحتاجه لبيع محدد من الأوراق .

2- حجم ما يمكن بيعه أو شراؤه من الأوراق خلال فترة قصيرة .

ثانياً: العوامل المنتظمة وغير المنتظمة :-

يقصد بالعوامل المنتظمة ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الأوراق المالية نتيجة لارتفاع العام أو الهبوط العام للسوق المالي كله أما بالنسبة للعوامل الغير منتظمة وهى عبارة عن تغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها فقط لا غير وإن أغلب المستثمرون الأجانب يختارون منهج التحليل الأساسي الذي يهدف إلى التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة والعوامل المحتملة التي تتعرض لها ربحية الشركة والوقف على العوائد المتوقعة تعتبر نموذج keran لتحليل العوامل الاقتصادية المؤثرة في الأرباح المتوقعة للشركة من النماذج التي تربط بين النظرية الاقتصادية وأسعار الأدوات المالية للسوق حيث يعرض المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية التي من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية ثم ينتقل النموذج بعد ذلك لتحليل ظروف الصناعية من خلال التركيز على ثلاث جوانب أساسية للتحليل وهي :-

1- الأداة التاريخي للصناعة .

2- الهيكل الإقتصادي .

3- الهيكل التنافسي للصناعة .

ومن ثم يناقش النموذج لتحليل ظروف المنشأة من حيث الإدارة والعائد المتوقع والعوامل المرتبطة به وبناء على ذلك يختار المستثمر الأجنبي السوق المناسب.

ثالثاً: عوامل ومحددات تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال الناشئة:-

وتظهر التدفقات الرأسمالية عندما يكون هنالك حالة عدم التوازن بين الادخار والاستثمار بين الدول وكذلك تتأثر بالسياسات الاقتصادية والمالية المراد الاستثمار فيها . وبذلك يمكن تقسيم هذه العوامل إلى قسمين عوامل داخلية وعوامل خارجية وتكون على النحو التالي :-

1- العوامل الداخلية :-

وهي⁽²⁾عوامل متعلقة بالسياسات المحلية التي تعمل علي جذب الرأسمالية إلى البلد موضع الاستثمار.

ومن هذه السياسات :-

1- وضع سياسات مالية ناجحة وتتميز بالاستقرار الاقتصادي .

2- تحفيز المستثمرين بخفض معدل الضريبة .

3- تحرير السوق المالي .

(1): نبيل حشاد، تدفقات الرأسمالية إلى دول النامية مع إشارة خاصة عند الأموال الساخنة في البوصات الاستثمارية في الأوراق المالية ، اتحاد البورصات وهيئة سوق المال العربية بيروت ، 2000 ، ص 68-74 .

ومن العوامل الداخلية ما تنفع به الدول المضيفة من أهمها :-⁽³⁾

أ / تحقيق معدل نمو اقتصادي عالي .

ب / وجود سوق أوراق مالية نشطة.

ج / استقرار سعر الصرف .

د / توافر مناخ استثماري مناسب (سياسي وإداري وتشريعي)

هـ / انخفاض معدلات التضخم .

2- العوامل الخارجية :-

ويقصد بها العوامل التي تكون خارج بلاد السوق .

1- حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الدولية .

2- حدوث ركود اقتصادي عالمي يسبب في انخفاض الأرباح في الأسواق المالية .

وبالنسبة إلى الأسواق الناشئة فيمكن رصد⁽⁴⁾ عوامل أخرى تسعى في جلب الاستثمارات الأجنبية للدخول في أسواق رأس المال الناشئة وهي على النحو التالي:-

1- التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة .

عدلت الكثير من الدول في تشريعاتها لغرض تشجيع الاستثمار وبهدف تخفيض تكلفة المعاملات في أسواقها ووصول مقترضي الدول النامية إلى أسواق المال في الدول المتقدمة الأمر الذي جعل المناخ الاستثماري يتغير بأسواق تلك الدول فقد قامت الدول المتقدمة بتحليل القيود المفروضة على الأوراق المالية المصدرة من جانب الأجانب لجذب المزيد من الاستثمارات .

2-انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية

قامت الدول المتقدمة في العشر الأواخر من القرن المنصرم بإجراء تخفيضات في أسعار الخصم وذلك لغرض تحفيز الاستثمار بما يعمل على رفع معدلات النمو أو الإبقاء على تلك المعدلات عند مستويات مرتفعة وذلك للحد من الآثار الانكماشية المتولدة عن الأزمات المالية الدولية .

(1): محمد عبد المطلب بدوى ، مرجع سابق ، ص 74-84.

(2): أميرة حسب الله ، محددات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في بورصة الأوراق المالية ، 2007 ، الدار الجامعية ، ص 32-38.

3_زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية

أن تنوع استثمارات المحفظة بين عدة أوراق مالية يؤدي إلى واحد أو اثنين على الأكثر ورغبة المستثمرين الأجانب وبشكل خاص الشركات

وصناديق الاستثمار بكافة إشكالها في تقليل المخاطر التي قد تتعرض لها في حالة عدم تنوع محفظتها الاستثمارية بين أكثر من سوق لقد لجأت تلك الصناديق علي تنوع محفظتها الاستثمارية عن طريق الاستثمار في أسواق رأس المال الناشئة مما يؤدي في النهاية الأمر لعدم تركيز استثماراتها في سوق واحد⁽¹⁾ .

(ب) العوامل الداخلية :-

عوامل متعلقة باقتصاديات الدول النامية

1- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

تتمتع أغلب الدول النامية بثروات طبيعة الأمر الذي يجعل معدلات النمو المرتفعة تشجع المستثمر على الاستثمار في الدول النامية .

2- تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي .

كان لحدوث أزمة المديونية العالمية مع بداية إعلان المكسيك عام 1982 توقفها عن سداد الديون المستحقة عليها الأثر الأكبر في لجوء الكثير من الدول إلى تطبيق برنامج الإصلاح الإقتصادي وفق برنامج يتم تطبيقه البنك الدولي .

وقد أسهمت تلك البرامج والسياسات التي أتبعتها الدول النامية في توفير المناخ المناسب لنمو أسواق رأس المال الناشئة وقد تمثلت أهداف تلك السياسات في الحد من دور الدولة في النشاط الإقتصادي مع فسخ المجال أمام القطاع الخاص بمساحة أكبر للمساهمة في النشاط الإقتصادي .

كما يعتقد البعض انه مع عام 2040 أن الاقتصاديات الناشئة ستسهم في الاقتصاد العام بنسبة 50% منه مقابل نحو 25% حالياً وبالتالي فإن تحقيق الاستثمارات لأرباح كبيرة في تلك الأسواق في المستقبل شبة مؤكد ولذلك ستكون مكونات المحافظ الدولية مكونة من أسواق الأوراق المالية الناشئة بنسبة 50% في عام 2040 .

3- استقرار أسعار الصرف .

تقلبات أسعار الصرف لها علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية فكلما انخفضت سعر الصرف بما يشكل ثابت في سعر الصرف كلما أدى إلى زيادة الاستثمارات في تلك السوق .

فاستقرار سعر الصرف يحفز المستثمر في الاستثمار في هذه السوق وان حدوث تقلبات كبيرة في السوق واتجاه تحو النزول بما يعنى إن هناك انخفاض للعملة المحلية الأمر الذي يجعل المستثمر بفقد الكثير من ارباحة وربما جزاء من رأس المال في حالة رغبته في الخروج من تلك السوق .

والبلدان النامية تطمح إلى تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف في عملاتها المحلية والى تحقيق وتطبيق برامج الإصلاح الإقتصادي لجذب الاستثمارات الأجنبية.

4- انخفاض معدلات التضخم .

أن تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية أدى إلى الكثير من الآثار الايجابية على اقتصاديات تلك الدول ومنها خفض معدلات التضخم الذي يعد احد أهداف تلك البرامج .

عوامل جذب متعلقة بأسواق رأس المال :-

هناك بعض العوامل التي تتمتع بها الأسواق مما يؤهلها لان تكون أحد مكونات المحفظة الاستثمارية (1):-وتعمل على جذب المستثمر إلى السوق وهي

1- ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي .

2- ارتفاع معدل نمو قيمة التداول .

وأن كل من العاملين يرجعان بصفة أساسية إلى أن العمل في تلك الأسواق حديث أو أعيد نشاطه .

كما هو الحال⁽²⁾ في مصر بداية الأنشطة واكبت برامج الإصلاح الإقتصادي وتطبيق برامج الخصخصة و وجود سوق مالي لا نجاح اى برامج للخصخصة وبالتالي فإن طرح المزيد من الشركات للبيع سوف يؤدي إلى زيادة رأس المال السوقي مع دخول الكثير من المستثمرين وكذلك سيساهم في رفع القيمة السوقية لرأس مال الشركات المقيدة بأسواق رأس المال الناشئة وقيمة التداول بالسوق .

(1): محمد عبد النبي سلامة ، أثر الإستثمارات الأجنبية غير المباشر على استقرار أسواق رأس المال ، رسالة دكتوراه جامعة عن شمس ،ص 101.

(2)- محمد سلامة مرجع سابق ص108 .

الفصل الثاني

"الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الناشئة"

المبحث الأول : أسواق رأس المال الناشئة ، مفهومها خصائصها ، هيكلها .

المبحث الثاني : تدفقات الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية بالأسواق الناشئة .

المبحث الثالث: مخاطر الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال الناشئة .

المبحث الأول

"أسواق رأس المال الناشئة "

مفهومها:-

بدأ مفهوم مصطلح أسواق رأس المال الناشئة في كتابات الاقتصاد في عام 1981م عندما بدأت مؤسسة التمويل الدولي في إعداد قاعدة بيانات للأسواق الناشئة تعمل كدليل للاستثمار في تلك الأسواق (5) بأنها أسواق المال FC للمستثمرين والمحليين والأجانب وقد عرفتها مؤسسة التمويل الدولي (الموجودة في الدخول المتوسطة والمنخفضة والتي تقع في مرحلة تحول اقتصاديات السوق . وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعاقد وتتمتع بقدرات متعددة بمواصلة النمو والتقدم ويقدر عدد الأسواق الناشئة وفقاً لذلك التعريف بنحو 66 دولة (6) مقسمة على النحو التالي :-

الجدول رقم (1)

"1-1" أمريكا اللاتينية

شيلي	برازيل	بوليفيا	أرجنتين
بناما	المكسيك	اكوادور	كولومبيا
فنزويلا	ارغواي	بيرو	برغواي

"2-1" آسيا الاوروبية

جورجيا	بيلاروسيا	أذربيان	أرمينيا
روسيا	مولدوفا	قرغيزستان	كازاخستان
اوزبكستان	اوكرانيا	تركمانيستان	طاجيكستان

(1): محمد بدوى ، مرجع سبق ذكره، ص 38 .

(2): عمر محمد صقر ، مرجع سبق ذكره، 1995 إلى 1086.

"3-1" آسيا

كمبوديا	بورما	بنغلاديش	أفغانستان
اندونيسيا	الهند	هونج كونج	الصين
ماليزيا	لاوس	كوريا الجنوبية	كوريا الشمالية
سريلانكا	سنغافورة	الفلبين	باكستان
	فيتنام	تايلاند	تاوان

"4-1" أفريقيا

موريشيوس	ليبيا	ساحل العاج	مصر
زائير	جنوب افريقيا	نيجيريا	المغرب

"1- 5" الشرق الاوسط

الاردن	العراق	العربية السعودية
اسرائيل	سوريا	ايران

"5-1" أوروبا الشرقية

كرواتيا	بلغاريا	بوسنة	البانيا
صربيا	رومانيا	استونيا	التشيك
لاتفيا	المجر	بولندا	ليتوانيا
	تركيا	سلوفانيا	سلوفاكيا

وتختلف هذه الأسواق الناشئة للدول النامية من دولة إلى آخر من عدة جوانب متمثلة في المقومات الاقتصادية و التمويلية للدولة من ناحية دور القطاع الخاص ودور مصادر التمويل والتشريعات المتعلقة بالسوق المحلي وقدرة المستثمر على الوصول إلى السوق .

خصائص الأسواق الناشئة :-

الاختلافات الموجودة فيما بين الأسواق الناشئة على حسب قدراتها من دولة إلى أخرى المتمثلة في عدد الشركات المسجلة و الشركات الجديدة والقيمة السوقية للأسهم.

وكما أوضحت مؤسسة التمويل الدولي بأن أسواق رأس المال الناشئة في بداية الثمانينيات بدأت معظم هذه الدول في تبني برامج الإصلاح الإقتصادي والتحرر المالي والخصخصة وتنمية أسواقها.

فيمكن تقسيم هذه الخصائص إلى قسمين :-

أولاً : معايير درجة تقديم ونضج السوق .

1- حجم السوق .

يقاس حجم السوق المالي بالآتي :-

أ- معدل رأس المال : -

ويقاس من خلال قيمة الأسهم المسجلة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ، وتمثل الآثار الإيجابية لتوسع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنوع المخاطر ، وتشير مؤشرات الأوراق الناشئة إلى أن بورصة جنوب أفريقيا تأتي في المرتبة الأولى وبينما تأتي بورصة نيجيريا في المرتبة الأخيرة وفقاً لمؤشرات حجم السوق حيث أن هناك افتراض قائم بأن حجم رأس المال السوقي يرتبط ارتباطاً طردياً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر .

وبذلك فقد قسمت مؤسسة التمويل الدولي الأسواق الناشئة على حسب رأس المال إلى أربعة مجموعات على النحو التالي (7):-

المجموعة الأولى: يبلغ رأس مالها أقل من 10 مليارات دولار .

المجموعة الثانية : يبلغ رأس مالها ما بين 10 إلى 100 مليار دولار .

المجموعة الثالثة: يبلغ رأس مالها ما بين 100 إلى تريليون دولار .

المجموعة الرابعة : وهي ما يفوق رأس مالها أكثر من تريليون دولار

و في الجدول الثاني يوضح تطور رأس السوقي في الاسواق الناشئة خلال فترة 1989-1998 .

الذي يتضح من خلاله أن رأس المال للأسواق العالمية والناشئة بدأ في الارتفاع حتى وصل ذروته في عام 1996 بقيمة 2272 مليون دولار ونجد أن أعلى نسبة 12.45 % في عام 1994م ثم انخفضت إلى أن وصلت إلى 7% في عام 1998م وذلك بسبب الأزمة المالية في أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا وما تبعها من انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق جدول رقم (2).

جدول رقم (2)

رأس المال السوقي للأسواق العالمية والناشئة

السنوات	الأسواق الناشئة	الأسواق المتقدمة	الإجمالي	سواق الناشئة % من الإجمالي
1989	745	10967	11712	6.4
1990	613	8748	9398	6.5
1991	907	10434	11342	8
1992	1000	9912	10923	9.15
1993	1688	12337	14016	12.6
1994	1913	13210	15124	10.8
1995	1929	15859	17788	11.13
1996	2273	18139	204112	9.13
1997	2200	21317	23518	9.35
1998	1908	25553	27463	6.940

-:المصدر

ب- عدد الشركات المسجلة :-

يدل المؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة على كبر حجم السوق وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية (8) في المرتبة الأولى من حيث العدد إذ يقدر عدد الشركات المسجلة لديها حوالي 8450 شركة ، وبينما تكون زيمبابوي في المرتبة الأخيرة بعدد 57 شركة (9)

فإن الجدول التالي يوضح عدد الشركات المسجلة لدى السوق خلال 1989-1998 الذي يبين تزايد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة من 8700 شركة في عام 1989 إلى 26350 في عام 1998

جدول رقم (3)

السنوات	الأسواق الناشئة	الأسواق المتقدمة	الإجمالي
1989	8700	17210	25910
1990	9100	16320	25420
1991	9850	16130	25980
1992	10730	16970	27700
1993	11880	17010	28890
1994	14960	18500	33460
1995	17950	18640	36590
1996	19940	20240	40180
1997	20070	20800	40870
1998	26350	22100	48350

المصدر:

IFC. Emerging stock marKts . factbook 1999 .

(1): إيهاب الدسوقي ، مرجع سبق ذكره ، ص 40 .

(2): هالة حلمي السعيد – الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، ص 26 .

2- درجة السيولة :- يقصد بدرجة سيولة السوق القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية في سهولة الأمر الذي يمكن المستثمر من البيع والشراء في أى وقت يشاء .

3- درجة التركيز :- تقاس درجة التركيز بمدى مساهمة اكبر عشر شركات في رأس المال السوقي ونجد إن درجة التركيز في الأسواق الناشئة تكون كبيرة بوجود شركات حكومية وشركات للعائلات الحاكمة حيث إن نسبة التداول في الأسواق الناشئة 42% وبنسبة التداول في الأسواق المتقدمة 12% وذلك في (11) IFC عام 1995⁽¹⁰⁾ وحسب مؤشر العام (

نجد إن تلك النسبة مرتفعه في أسواق أمريكا اللاتينية حيث بلغت 70.0% كنسبة من اجمالى رأس المال السوقي خلال الفترة 1993- 1998 . بينما في آسيا فتبلغ تلك النسبة نحو 61% في حين إن أعلى نسبة تبلغ 87.2% وتوجد في أسواق منطقة شرق أوروبا ، بينما تبلغ تلك النسبة في أسواق افريقيا والشرق الاوسط 73.6% وهذا الارتفاع في نسبة التركيز يعني ارتفاع نسب المخاطر المتعلقة بالاستثمار في تلك الأسواق حيث إن التقلبات في أسعار تلك الأسهم عرضة للتقلبات وأنواع المضاربة بما يقلل من كفاءة السوق .

4- درجة التقلبات :- (12) يقصد بدرجة التقلبات مدى التذبذبات التي تحدث في أسعار الأسهم بالبورصة وهي تقاس بدرجة الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام ، وتعتبر البورصة اكثر تطورا كلما انخفضت درجة التقلبات .

5- كفاءة تسعير الأصول:-

يتم قياس تسعير الأصول من خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار .

(1): محمد عبد المطلب بدوى ، مرجع سبق ذكره ، ص 49-50.

(2): هاله حلمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 2 .

(3): محمد سلامة ، مرجع سبق ذكره ، ص 90 .

الهيكل التنظيمي والمؤسسي للأسواق الناشئة.

تعتبر العوامل التنظيمية لهيكل المؤسسي من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات وقد وضعت مؤسسة التمويل الدولي عدة مؤشرات تتعلق بالهيكل المؤسسي والتنظيمي على النحو التالي : -

1- نشر معلومات عن الشركات المسجلة.

يعطى السوق واحده في حالة نشر المعلومات عن الشركات وإتاحتها أمام الجميع يدل على درجة الشفافية التي يتمتع بها السوق ويتيح للمستثمر إتحاد القرار السليم وفقاً لمعلومات مؤكدة وصحيحة.

2- المعايير المحاسبية .

تقيم الدول بتقييم من صفر إلى 2 وفقاً لمعايير المحاسبه الدولية .

3- قوانين حماية المستثمر .

تقيم الدول من صفر إلى 2 وفقاً لدرجة القبول المحاسبي الدولي.

4- العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال .

يتم منح الدول درجات وفقاً لمقدار العقوبات والعوائق التي يجدها المستثمر وتحويل دون دخوله وخروجه إلى ومن السوق بسهولة ويسر .

المبحث الثاني

"تدفقات الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية بالأسواق الناشئة"

سننتقل إلى التوزيع الجغرافي لهذه الاستثمارات في الأسواق الناشئة وطبيعة المستثمر الأجنبي وأدوات الاستثمار في الأسواق .

أولاً: التوزيع الجغرافي لتدفقات الإستثمارات الأجنبية إلي أسواق رأس المال الناشئة وطبيعتها :-

أوضحت الدراسة المعدة بمعرفة البنك الدولي ⁽¹³⁾ أن هناك تركزا في تلك التدفقات في منطقتي آسيا وأمريكا اللاتينية . حيث فاز نصيب إقليم شرق وجنوب آسيا بنصيب الأسد من إجمالي التدفقات خلال الفترة من 1990 إلى 1996 إذ بلغ حوالي 46.5% في المتوسط من صافي التدفقات أما نصيب أمريكا اللاتينية فكان حوالي 32.6% وحوالي 19% إلى إقليم وسط آسيا وأوروبا وكان نصيب إقليم شرق الأوسط وأفريقيا ضئيلا حيث لم يمثل سوى 1.6% .

كما أوضحت الدراسة أيضا التركيز على مستوى الدول وليس الأقاليم فقط، فقد كانت التدفقات الموجهة إلى المكسيك والبرازيل والأجنتين بنسبة أكبر من باقي دول إقليم أمريكا اللاتينية وماليزيا و أندونيسا أن هناك Taylor .p. Mark and Lycio⁽²⁾ وتايلاند والصين وكوريا بالنسبة لإقليم آسيا فقد أوضح 1997 . علاقة سببيه بين التدفقات من إقليم إلى آخر . بمعنى أن خروج التدفقات من إقليم يسبب التدفقات في إقليم آخر وهو ما يحدث بالفعل بعد حدوث أزمة المكسيك وتوجه هذه التدفقات إلى إقليم آسيا و بالتالي فهذه الأقاليم تتناقص فيما بينها لجذب المزيد من الاستثمارات .

2- طبيعة المستثمر الأجنبي :-

ينقسم المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية إلي أفراد ومؤسسات .

(2-1): محمد بدوى ، مرجع سابق ، ص 62 .

أ- المستثمر الأجنبي كأفراد:-

وهم المدخرون الأجانب الذين لديهم قدرأ كافيا من المدخرات التي تمكنهم من تكوين محافظ مالية يستطيع من خلالها الاستفادة من مزايا التنوع وما يترتب عليه من انخفاض مستوى المخاطر مقارنة بالعائد.

ب- المستثمر الأجنبي كمؤسسة:-

المؤسسات الاستثمارية لها أهمية في السوق لما تتمتع به من مزايا مختلفة المتمثل في كبر حجم استثماراتها وميولها إلى الإستثمار طويل الأجل في أصول منخفضة السيولة .

ثانياً: أدوات الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية الأسواق الناشئة :-

أ- الاستثمار المباشر في بورصات الأوراق المالية للأسواق الناشئة ويقصد بذلك النوع من الاستثمار بأنه التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية الناشئة قد ارتفع ذلك النوع من 3.1 مليار دولار في عام 1990 إلى 34 مليار دولار عام 1993 ثم إنخفض إلى 14.2 مليار دولار في عامي 1994-1995 م على التوالي ويرجع هذا على أزمة المكسيك(14) وكذلك في النصف الثاني من عام 1997 . شهد هذا النوع من التدفق انخفاض آخر نتيجة لأزمة بشرق أسيا ونجد أن بنهاية عام 1997م كانت خمس أكبر دول تضررت من هذه الأزمة (أندونيسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، كوريا الجنوبية ، تايلنديا) فسجلوا تدفق خارجي يقدر ب 12 مليار دولار وهو ما يمثل حوالي 10% من الناتج المحلي لهذا الدول مجتمعة . (15)

وقد أوضحت الدراسات أن هذا النوع من الإستثمارات في محفظة الأوراق المالية له مجموعة من الإيجابيات للأسواق الناشئة المتمثلة في :-

المساهمة المباشرة في تمويل الشركات المحلية وزيادة درجة السيولة وارتفاع القيمة السوقية للأسهم كما يؤدي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى رفع درجة نمو الأسواق الناشئة .

(1): البنك الدولي تقرير دولي في عام 1997 .

(2): البنك الدولي تقرير دولي في عام 1999 .

ب- صناديق الاستثمار الدولية وهي تنقسم إلى صناديق مغلقة و صناديق مفتوحة .

الصناديق المغلقة :- وهي عبارة عن تمويل إستثماري مقصور على عدد محدود من الأوراق المالية ولا يسمح بتغير رأس المال فيها عن الحجم الإصدار الأول ولا يجوز تداول هذه الأوراق بالأسواق المالية حسب السعر السائد في السوق .

الصناديق المفتوحة:- ويقصد بهذه الصناديق المفتوحة لسهولة دخول وخروج المستثمرين وإنها تقدم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية وفيها عدد الأسهم غير ثابت ويتقلب لنتيجة عمليات البيع والشراء والاسترداد ويميل هذا النوع من الصناديق للاستثمارات في الشركات الكبرى .

ج- الاصدارات العالمية :- قامت العديد من الأسواق الناشئة للإستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال الإصدارات الدولية للأسهم والسندات وذلك من خلال إصدارات تسجيل في البورصات العلمية وهو يعنى توظيفها في السوق المحلى وتوسع رأس المال خارج الحدود الوطنية .

المبحث الثالث

" مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال الناشئة "

مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال الناشئة على الرغم من الدور الذي تؤديه أسواق رأس المال الناشئة في عملية التنمية إلا أنها تحمل معها قدرًا من المخاطر والمشاكل التي قد تؤثر في اقتصاديات الدول النامية . حيث أن الاستثمارات في الأجل القصير تجلب معها مخاطر مقارنة بالتدفقات الأخرى مثل القروض .

وتتسم الاستثمارات في أسواق رأس المال الناشئة بأنها شديدة الحساسية للتقلبات في سعر الفائدة وسعر الصرف ، وبذلك فإن المستثمر قد يسترجع أمواله (1) كاملة من الدولة التي يستثمر فيها فينتج عنه الآتي :-

1- انخفاض قيمة العملة :-

قد يحدث انخفاض في قيمة العملة نتيجة لمضاربة مصرفية أو نقدية أو لانخفاض في أسعار بعض سلع التصدير أو ارتفاع في بعض سلع الاستيراد الرئيسية وهو ما يترتب عليه انخفاض في تدفقات رأس المال للدخل ، وهذا يؤدي على أن يحول المستثمرين أموالهم إلى خارج الدولة .

2- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية :-

ارتفاع الفائدة في البلدان الصناعية تؤثر سلباً على البلدان النامية ويرجع ذلك للأسباب الآتية :-

أ- رفع البنوك أسعار الفائدة في البلدان الصناعية لتبقي استثمارات مستثمري البلدان الصناعية الذين يستطيعون تحقيق عائد أعلى في بلدانهم ويتم تحميل التكاليف على عاتق المقترضين المحليين .

ب- اقتراض عدة شركات من البلدان النامية من مصارف خارجية بشكل واسع ومنتشر ، الأمر الذي يجعل الزيادات في أسعار الفائدة تخلق صدمة عمومية للاقتصاد الكلي . حيث تترك الشركات عاجزة عن سداد القروض .

ج- يمكن أن تلحق هجمات المضاربة أضراراً جسيمة باستقرار النظام المصرفي للبلد النامي وتحدث هذه حين يحول المستثمرون أموالهم بشكل مفاجئ من المصارف المحلية إلى نقد أجنبي و نتيجة لذلك يواجه النظام المصرف المحلي تدافعات على سحب الإيداعات وتحدث هذه الهجمات نتيجة لتلقى المستثمرين معلومات تؤثر على جاذبية الإبقاء على أموالهم داخل البلد ، إن حدوث أحد أو بعض هذه العوامل يدفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم خارج الدولة وبيع أصولهم المحلية الذي يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في البورصة . (16)

وبالتالي فإن إرتداد الاستثمارات الأجنبية لها آثار سلبية على كلا من سعر الصرف وأسعار الفائدة.

3- الأزمة عن طريق العدوى من دولة أخرى :- (17)

أن الأزمات التي بدأت في المكسيك خلال عام 1994 وفي تايلاند عام 1997 انتشرت بسرعة في أنحاء العالم وكان لهذه الأزمات تأثير كبير على الأسواق المالية وتنتقل العدوى المالية بين الدول لعدة أسباب فقد تبدأ سلسلة الأحداث ببلد يشهد خفصاً في قيمة عملته وبالتالي يصبح من الأرخص على المستهلكين الأجانب أن يشتروا صادرات هذا البلد من السلع ، وتجذب البلدان الأخرى التي تصدر نفس السلع نفسها في موقف تنافسي سيئ وثمة سبب آخر ينتشر من خلال المستثمرين في كافة أنحاء العالم هو استجابة مدراء الصناديق نشر التقلبات المالية بطرق عديدة .

أ- كثير ما يوزع مدراء صناديق الأسواق المالية الناشئة حوافظهم على بلدان مختلفة طبقاً لنسب مئوية محددة سلفاً ، وعندما تنخفض قيمة الاستثمارات في أحد البلدان ، قد تكون استجابة أحد المدراء ، لذلك بيع أرصدة في أسواق ناشئة أخرى فتتخفض أسعار الأسهم .

ب- وقد يبيع مدراء الصناديق استثماراتهم في الأسواق الناشئة نتيجة لخسائر في أحد البلدان .

(1): البنك الدولي تقرير التنمية عام 2000 .

(2): محمد بدوي ، مرجع سابق ، 87 .

ج- يجد المستثمرين في الأسواق الناشئة أن جمع المعلومات عن الأفاق المرتقبة لدولة ما مسألة مكلفة وتشجع هذه الصعوبة على سلوك القطيع فإذا تخلص احد المستثمرين من رصيده يرجع إلي أنباء لم تعرف نطاق واسع، ومن ثم يفسر المستثمرون الآخرون على أنه إشارة ما في حوزتهم . وهكذا تتضح مخاطر الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الناشئة وتأثيرها على الأداء الإقتصادي لدول الأسواق الناشئة فالارتداد المفاجئ للأموال المستثمرة قد يؤدي إلي أزمة في سعر الصرف وميزان المدفوعات وكذلك قد يؤدي إلي انهيار في الثروة.

الفصل الثالث

"دور تدفقات المحفظة في الأزمات بالأسواق الناشئة
وأثارها على المتغيرات الاقتصادية "

وينقسم إلى مبحثين أساسيين :-

المبحث الأول : تدفق المحفظة والأزمات المالية .

المبحث الثاني : سياسات التحوط ودور تدفقات المحفظة في التأثير على المتغيرات الاقتصادية

.

المبحث الأول

" تدفق المحفظة والأزمات المالية "

أشكال الأزمات المالية في الأسواق الناشئة .

يمكن تمييز أشكال الأزمات المالية على النحو التالي :-

1- أزمة العملة :-

تساهم أنواع نظم سعر الصرف المختلفة في توفير حوافز مختلفة أمام رؤوس الأموال الأجنبية في المدى القصير التي يمكن أن تؤثر في حدوث أزمات مالية ، ففي ظل نظام سعر الصرف الثابت الذي يعطى ضماناً للمستثمرين الأجانب الأمر الذي يبعث الاطمئنان من تقلبات سعر الصرف وهو ما يشجع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلي الداخل ومن المحتمل أن تزيد من اعتماد الاقتصاد على رؤوس الأموال قصيرة الأجل، إلا أن هذا النوع له مخاطر عديدة من أهمها تقييم العملة بأكبر من قيمتها ، وفي حالة انكشاف ذلك للمستثمرين فإنه قد يحدث تدفق عكسي للرؤوس الأموال وبشكل سيؤثر ذلك على الأداء الاقتصادي بشكل كبير .

أما سعر الصرف المرن له حوافز للمستثمرين لكي يأخذوا هذا النوع في الحسبان والذي تتوفر فيه خيارات لصناعة السياسات التحويلة .

2-الأزمة المصرفية :-

سحب الأموال من البنوك بشكل متسارع أو إخفاق البنوك في أداء مهامها على المستوى المطلوب الأمر يسبب في الأزمة مصرفية ، و في هذه الحالة تضطر الدولة للتدخل لمنع حدوث مثل ذلك ونجد أن الأزمة المصرفية التي تعرضت لها الدول المتقدمة كانت نتيجة لإخفاق البنوك في أداء مهامها .

أما الدول النامية فقد كانت عمليات سحب الودائع من البنوك الأكثر شيوعا عكس سابقتها من الدول المتقدمة ، كما حدث ذلك في الثمانينات والتسعينات في الأرجنتين والفلبين و تايلاند وتركيا و اورجواي

وفنزويلا بالتدافع على سحب الأموال من البنوك تأتي هذه الأزمات المالية والمصرفية بشكل عام على جانب الأصول في الميزانيات العمومية للبنوك بسبب التدهور على المدى الطويل لنوع الأصول ، وله مؤشرات مثل الفساد المالي والمصرفي وارتفاع قيمة الاقراض عديم الأداء في حافظات البنوك والتقلبات الكبيرة في أسعار العقارات والأسهم .

3- أزمة الدين الخارجي :-

تحدث هذه الأزمة عند وجود دين خارجي سواء كان من الكيانات السيادية أو الخاصة، وتعجز الدولة عن سداد هذا الدين وغالبا ما ترجع هذه الأزمات إلى أصول مشتركة وهي تراكم الاختلالات الاقتصادية واختلالات أسعار الأصول أو أسعار الصرف الأمر الذي يحدث في معظم الأحوال في ظل التشوهات جوانب الجمود الهيكلي التي تصيب القطاع المالي.

قد تنفجر الأزمة ونتيجة لفقدان الثقة المفاجئ في العملة أو الجهاز المصرفي نتيجة للتطورات قد تحدث مثل التصحيح المفاجئ للأسعار الأصول أو بسبب خلل في تدفقات الائتمان أو التمويل الخارجي الأمر الذي يؤدي إلى كشف جوانب الضعف الاقتصادي والمالي وبالتالي حدوث أزمة .

حيث أن مصداقية السياسات المتبعة في تصحيح الاختلالات وتخفيف حدوثها ، وقوة النظام المالي مع السياسات المتبعة لتصحيح الاختلالات تحدد معا مدى قابلية الاقتصاد للتأثر بالأزمات وبذلك يمكن القول أن الازمات هي النتيجة المحتملة للاضطرابات المالية والاقتصادية . (18)

أسباب الأزمات المالية ودور تدفق المحفظة فيها : -

شهدت الأسواق المالية الناشئة في مختلف دول العالم إلي أزمات مالية متلاحقة بعد فترة انتعاش كبيرة شهدتها هذه الأسواق الامر الذي أدى إلي تدهور شديد في التدفقات الرأسمالية أثر بالسلب على الأداء الإقتصادي وأسواق المال لهذه الدول .

وسوف نعرض أهم الأزمات المالية أسبابها :

• أزمة 1994 بالمكسيك .

تعرضت المكسيك في بداية التسعينات فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك فإن هذه الحركات التحريرية صاحبت العديد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها وكان أكثر هذه التدفقات في شكل استثمار في محفظة الأوراق المالية ونتيجة لهذه التدفقات ارتفاع حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بنسبة 66% خلال سنة 1990-1992 ومنذ عام 1993 بدأت تظهر الكثير من المخاوف حول مدى كفاءة عمليات الاقتراض من البنوك نتيجة ارتفاع نسبة الديون في عدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص ، وصاحب هذا الانخفاض ارتفاع في سعر الفائدة وتخفيض شديد في قيمة العملة المحلية ، الأمر الذي أدى إلي اندلاع هذه الأزمة ، فقد تدهور موقف البنوك ولم تستطع الشركات إن تسدد ديونها وخاصة الديون بالعملة الأجنبية أدت هذه الأحداث إلى خروج كثير من تدفقات المحفظة .

• دور تدفق المحفظة في الأزمة المكسيكية (19) :

بعد تبات الاقتصاد الكلى و الإصلاح و الاقتصادي الذي أدى إلي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بشكل كبير التي بلغت عام 1989 م 493 مليون دولار إلي إن وصلت ذروتها في عام 1993 م 28431 مليون دولار فبعد بداية وقوع الأزمة خرجت تدفقات المحفظة بشكل شديد فقد أعلنت الحكومة المكسيكية (20) في 20

(1): عربي مدبولى احمد : مقومات الأسواق المساعدة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية – دراسة مقارنة للسوق المصري مع الأسواق

الصاعدة ، رسالة ماجستير كلية التجارة حلوان ، ص 99 .

(1): عربي مدبولى أحمد ، مرجع سابق .

ديسمبر 1994 خفض في قيمة عملتها المحلية مقابل الدولار بنسبة 15.3% وكان ذلك نتيجة انسحاب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة إلى الخارج بمقدار 35 مليون في 19 ديسمبر 1994 م وانخفاض الاحتياطي من 17 مليون إلى 6 مليون دولار خلال يومين فلم تعد المكسيك قادرة على تحمل هجمات مضاربة أخرى على العملة المحلية (البيزو) فقد عومت الحكومة العملة المحلية في 22 ديسمبر بمقدار 6 بيزو للدولار الواحد ونتج عنه عدم ثقة أسواق المال الدولية في قدرة المكسيك على سداد خدمة الدين الأمر الذي جعل أسواق المال الدولية تقف تدفق المحفظة للمكسيك خلال فترة الأزمة حتى النصف الثاني من العام 1995م الذي تم فيه تنفيذ برامج لانقاذ المكسيك .

• آثار الأزمة المالية بالمكسيك على تدفق المحفظة .

لقد كان لأزمة المكسيك تأثيرات كبيرة على تدفق المحفظة للأسواق الناشئة في معظم دول العالم وخاصة في الربع الأول من عام 1995م وبدأت التدفقات في استعادة مستواها في الربع الأخير من عام 1995م علي المستوى الذي كانت عليه قبل الأزمة .

• أزمة جنوب شرق آسيا.

نتيجة أزمة المكسيك فقد تحولت التدفقات إلى دول شرق آسيا، وأخذت معظم هذه التدفقات شكل قروض قصيرة الأجل من خلال المؤسسات المالية والشركات وفي عام 1996 ارتفعت قيمة الخصومات بالعملية الأجنبية للبنوك المحلية في بعض الدول الآسيوية من نسب بسيطة إلى أن يصل 27% في تايلاند عام 1997م . نتيجة لعدم التوظيف الأمثل لتلك الخصوم التي كانت في شكل قروض قصيرة الأجل وتم استثمارها في أصول طويلة الأجل فقد أدى ذلك إلى أحداث أزمات في السيولة للبنوك في منتصف عام 1997م فقد لجأت تايلاند إلى تعويم عملتها المحلية (البات) في يوليو 1997م فمن تايلاند إلى باقي الدول الآسيوية التي شهدت هذه الأزمة التي ترجع أسبابها إلى ضعف إدارة المخاطر والرقابة و عجوزات خارجية وأسعار مبالغ فيها للعقارات والأسهم وعدم توفير البيانات والشفافية وكذلك سلامة الحكم والشكوك السياسية الأمر الذي جعل المستثمرون ينقلون رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول أخرى .

• دور تدفق المحفظة في الأزمة الآسيوية :-

حضيت الدول الشرق آسيوية بتدفقات هائلة قبيل الأزمة وذلك كان لانتعاش أسواقها المالية وتحررها من الرأسمالية فقد اجتذبت نصف تدفقات الرأسمالية للدول النامية في عام لقد مثل هذا الحجم الكبير من التدفقات عاملاً جوهرياً في وقوع الأزمة فقد قامت المؤسسات المالية في تلك الدول نسبة كبيرة من هذه الأموال بدون اى عطاء من النقد الاجنبى إلى مشاريع تتسم بالمخاطرة وخاصة في قطاع العقارات فقد اتجهت العديد من الاستثمارات للاقتراض قصير الاجل من البنوك المحلية و لم تظهر الآثار السلبية بسرعة نتجه للنمو الكبير الذي حققته الاقتصاديات الآسيوية ومع التوسع في عرض النقود في كافة الدول التي مرت بها الأزمة الامر الذي أدى إلى التضخم وزيادة قيمة سعر الصرف وقفزات لأسعار العقارات وانهيار أسعار العقارات ظهرت مشكلة عدم القدرة على السداد وغيرها من أسباب من ضعف النظام المالي وعدم الثقة في الجانب السياسي كل ذلك أدى إلى وقوع الأزمة.

• أثار أزمة أسواق المال الآسيوية على تدفق المحفظة للأسواق الناشئة:

لقد حضيت الأسواق الناشئة بوفره في تدفقات الرأسمالية إلى أسواقها ففي عام 1996م كانت تزيد عن 240 بليون دولار وكان للدول الآسيوية الحظ الأوفر من هذه التدفقات واستمرت إلى النصف الأول من عام 1997م الذي تحول فيه بشكل متسارع عند وقوع الأزمة الذي أصبحت فيه 67 بليون دولار عن العام السابق وعلى المستوى الاقليمي فيلاحظ إن التدفقات الخاصة الموجهة إلى أوروبا والشرق الاوسط أنخفضت، حين زادت نسبة التدفقات الموجهة إلى أمريكا اللاتينية .

• أزمة البرازيل .

نتيجة للأزمة آسيا فقد شهدت البرازيل خروج كثير من التدفقات الرأسمالية عام 1997-1998 خرجت من البرازيل 12 بليون دولار ولكنها نجحت في بداية الأمر في حماية عملتها المحلية بإتباع سياسة التثبيت من خلال رفع سعر الفائدة الأسمى ولكن عانى الاقتصاد من كساد كبير حيال ذلك وقامت الدولة في عام 1999 بتعويم سعر الصرف الحقيقي مقابل الدولار قبل اندلاع الأزمة البرازيلية .

● الأزمة الروسية : (21)

لعب تثبيت العملة المحلية الروسية دوراً أساسياً في الأزمة الروسية حيث قامت الحكومة الروسية بتثبيت قيمة الروبل مقابل الدولار في عام 1998 الذي أدى إلى انخفاض الجدارة الائتمانية السيادية وعدم القدرة على سداد الدين القصير الأجل للدولة ، ومع عدم كفاية إحتياطيات الدولة من النقد الأجنبي فقد لجأت الدولة إلى تخفيض قيمة العملة الذي كان سبباً لحدوث الأزمة .

(1): مانول جوبيتان- كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال ، مجلة التمويل والتنمية ، ص 35 ، العدد 2 ، السنة 1998 .

المبحث الثاني

"سياسات التحوط ودور تدفقات المحفظة في التأثير على المتغيرات الاقتصادية "

أولاً: سياسات التحوط من الأزمات.

بعد الأزمات المالية التي مرت بالأسواق الناشئة في فترات متتالية فإن السياسات الوقائية ألفت الضوء على عدة قضايا هامة تؤخذ في الاعتبار لكي تتمكن الأسواق الناشئة في الاندماج مع الأسواق المتقدمة بشكل امن ، فهي تتمثل في الآتي:-

الاتجاه نحو الإصلاح قبل تحرير حساب رأس المال .

1- السياسات الاقتصادية الكلية :

إن السياسات المالية المحلية القادرة على التكيف مع الصدمات الخارجية تعتبر أحد أهداف السياسة المالية فسلامة الإدارة النقدية والسياسة المالية حتى مع استمرارها لفترة طويلة لا تشكل ضماناً مطلقاً ضد الأزمات الاقتصادية فيعتبر زيادة قدرة الاقتصاد على التكيف وانخفاض رغبة المستثمرين الأجانب في تحويل أموالهم إلى الخارج عند حدوث صدمة سالبه ، فإن مرونة الاقتصاد خاصة القطاع المالي بالإضافة إلى الاستعداد الإقتصادي لتشديد السياسات النقدية والمالية عند الحاجة ، يعدان أمراً حيوياً للقدرة على احتواء الأزمات الناشئة.

2- جمع المعلومات والشفافية :-

إن المعلومات الاقتصادية والمالية تعتبران ذات أهمية بالغة بالنسبة للأسواق المالية فإن التكتم على المعلومات أو نقصها أو الإفصاح بشكل محدود عن المعلومات المتعلقة بالموقف المالي الحقيقي للمؤسسات أو المصارف فكل ذلك يؤثر على أداء عمل النظم المالية الوظيفية والدولية .

فإن ظهور معلومات تبين عيوب أو قصور النظام المالي والتي تم إخفائها وخاصة في الأنظمة التي تعاني من ضعف الرقابة وعدم كفاية اللوائح والنظم فقد تتفاقم وتتحول إلى أزمة .

وقد وضع صندوق النقد الدولي بشأنها أنشاء معيار خاص لنشر البيانات وهو معيار طوعي لتفي به البلدان التي تقوم بالاقتراض من أسواق رأس المال الدولية عن طريق توسيع نطاق شموله للاحتياطات الدولية وإضافة مؤشرات مصرفية ذات طابع تحوطي وتحديد الدين الخارجي بشكل أكثر وضوحاً .

3- الرقابة على المؤسسات المالية :-

تعتمد هذه الإدارة على وجود سوق مالي يتمتع ببنية أساسية قوية قائمة على مجموعة من القواعد والضوابط الرقابية والتنظيمية الواضحة والمحددة فإن النظم الاقتصادية الضعيفة إلي تعرض الاقتصاد لمخاطر الأزمات وتعميق هذه الأزمات عند نشوبها .

التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال .

(1): وضع القيود والسياسات والتحكم في الطلب على رأس المال قصيرة الأجل ، إن الغرض من هذه الأنواع من القيود علي رأس المال الأجنبي لأنه يمكن أن يهرب ويعرض الاقتصاد إلي حالة عدم استقرار فلذلك يجب تقييد رؤوس الأموال قصيرة الأجل قبل حدوث التدفق إلي الداخل .

وقد انتشر أسلوب تقييد تدفقات حركات رؤوس الأموال قصيرة الاجل عند دخولها بصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية في استخدام هذه الأنواع من القيود حيث تم تحسين الاقتصاد الماليزي بسرعة أكبر من حالة اندونيسيا وتايلاند بعد أزمة شرق أسيا . (1)

وعلى الرغم من أن هذه القيود يمكن أن تقلل من مقدار التدفق الأجنبي إلي محفظة الأوراق المالية.

(2): الاحتفاظ بمستويات أعلى من احتياطات النقد الأجنبي :

وهذا النوع من مستويات الاحتياطات النقد الأجنبي متوقف على عدة عوامل منقسمة على النحو التالي :-

(أ²)- الاحتفاظ بمستوى السيولة الدولية)

(1): البنك الدولي تقرير التنمية 2000.

(2): محمد بدوى المرجع السابق ، ص 105 .

الالتزامات المالية بالعملة الأجنبية في دولة ما في المدى القصير تعنى نقص السيولة الدولية وتكون القيمة أكبر من قيمة ما يمكن أن يكون متاح للدولة من عملة أجنبية ، دون إعطاء مهلة كافية لإخذ الحيطة وهو ما يكون شرطاً كافياً لإشعال الأزمة ، لذلك لابد من أخذ مستوى السيولة الدولية في الاعتبار وربط الاحتياطي به في حالة إمكانية خروج رؤوس الأموال ، فالتوسع السريع في ودائع النقد الأجنبي في نظام مصرفي ليس لديه احتياطي كبير فإنه يزيد من التزامات حواظ القروض في البنوك المحلية .

ب- عجز الحساب الجاري

إن زيادة العجز في الحساب الجاري تقضى زيادة الاحتياطي المطلوب من النقد الأجنبي.

ت- نظام سعر الصرف

إن نظام سعر الصرف القوى والثابت يتطلب مستوى عالي من الاحتياطي لكي يكون مرناً وأكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية ، فالبلاد التي لديها احتياطي كبير فهي تعطي مؤشر للاستثمار فيها فيحول المستثمر أمواله إلى نقد أجنبي بأسعار الصرف السائدة كما تقلل من خروج المستثمرين بشكل جماعي لخوفهم من وقوع أزمة أو انهيار العملة .

الرقابة المالية

فالرقابة الحذرة على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية التي أصبحت حاجة ضرورية في ظل تطور الأدوات والابتكارات المالية ، فهي تحد من القرض والاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل لكلا من الشركات والحكومات .

تنمية سوق الأوراق المالية

إن نجاح سوق الأوراق المالية في بلد ما يتيح للشركات القدرة على تحقيق المكاسب والتكاليف والأصول المختلفة للأصول ، ويساعدهم على التأمين ضد تقلبات الأسعار ، وهو ما يؤدي إلى كفاءة موقفها المالي وتقليل نسبة المخاطر.

دور تدفقات المحفظة في التأثير على المتغيرات الاقتصادية :-

تسهم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في التنمية الاقتصادية للدول المضيفة للاستثمار حيث تنتقل الأرصدة القابلة للإقراض بداخل البلد المضيف عن طريق محفظة الأوراق المالية ، وتشكل هذه الاستثمارات أحد الآليات الهامة في الإستخدام الأمثل في توجيه وتوظيف الموارد المالية في المشروعات الاستثمارية . فإن مساهمة الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية من خلال التأثير في العديد من المتغيرات الاقتصادية ومن أهمها :-

1- التأثير في تنمية سوق رأس المال .

تمويل الاستثمارات الأجنبية العديد من المشاريع الاستثمارية عن طريق محفظة الأوراق المالية من ذوى الفائض في الخارج إلي أصحاب العجز المالي في داخل الدول المضيفة للاستثمار من هنا يتم توفير التمويل اللازم من أصول حقيقية من معدات والآلات ومباني وغير ذلك من مواد وتقنية حديثة مقابل ما تصدره الشركات من أصول في شكل أسهم وسندات ثم تنتقل إلي سوق التداول لتتحول إلي سيولة وفقاً لرغبة مالكيها وتعمل أسواق رأس المال علي تشجيع الاستثمار من خلال تخفيض (1) تكلفة الوساطة المالية عن طريق ابتكار واستحداث أدوات مالية والاستخدام التكنولوجي في تقديم الخدمات المالية ، بما يساهم في تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات وسرعة وصولها للمستثمر وذلك لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية .

2- تأثيرها في علاج الدين الخارجي.

تساعد الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية على تلاقى المشاكل التي قد تحدث عن طريق الاقتراض الخارجي ومساهمة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر ، وإن عملية توريق الدين تعني تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية ، وتعتبر احد التقنيات التي تخفض الرصيد القائم للدين الخارجي.

ابتكرت البنوك أداة بديلة للتمويل في السوق المالي الدولي ما يسمى بمبادلة الدين الذي يسمح للمستثمرين شراء التزامات دولية بالعملة الأجنبية تخصم من الخارج بحيث يتم بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها .

3- تأثيرها في تخفيف التقلبات الاقتصادية .

يسعد تدفق رؤوس الأموال مثل القروض في مرحلة الدورة الاقتصادية حيث يساعد الاقتراض على تفاقم الدورة نظراً لرغبة البنوك في زيادة إقراضها إثناء مراحل التوسع عن مرحلة الكساد.(22)

(1): محمد بدوى ، مرجع سابق ذكره ، ص 125 .

(2): جاب الله عبد الفضيل ، تصميم الجداول المقترحة لعلاج مشكلة الديون الخارجية للعالم الثالث ، مجلة مصر المعاصرة .

3- تأثيرها في تخصص الموارد

تؤثر الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية على عملية تخصيص بشكل مباشر وغير مباشر ،
فالدور المباشر يتمثل في توفير السيولة للأسواق التي تتحقق فيها السيولة ' تساعد على تحسين تخصيص
رأس المال ، حيث يصبح الاستثمار أقل مخاطر وأكثر ربحية وبالتالي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات أما
الشكل الغير مباشر فهو يتمثل في زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم شركات معينة الذي يؤدي
إلى زيادة الاستثمار فيها وبالتالي رفع معدلات النمو و الإرباح. (2)

الفصل الرابع

" المناخ الاستثماري لسوق الأوراق المالي المصري ونظيره المغربي في جذب التدفقات الرأسمالية "

- **المبحث الأول: المناخ الاستثماري بسوق الأوراق المالي المصري و المغربي .**
- **المبحث الثاني : الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري و المغربي .**

المبحث الأول

المناخ الإستثمارى بسوق الأوراق المالي المصري ونظيره المغربي

أولاً : المناخ الإستثمارى بسوق الاوراق المالي المصري .

لعبت سياسة الإصلاح الإقتصادي دوراً كبيراً في تهيئة المناخ الإستثمارى في جمهورية مصر العربية و كان ذلك في بداية التسعينات من القرن الماضي حيث قامت الحكومة بإجراء مجموعة من سياسات الإصلاح والمتمثلة في الاتي :-

1- الإصلاح النقدي

تلعب السياسة النقدية والائتمانية دوراً هاماً في توجيه السياسة الاقتصادية للدولة فهي تمثلت في الاتي:-⁽²³⁾
أ- تحرير أسعار الفائدة وإزالة القيود المفروضة على الائتمان حتى يكون سعر الفائدة على الودائع والقروض حقيقياً وموجب بهدف تشجيع المدخرات والإقلال من التحول إلى النقد الأجنبي ، وكان من نتائجه تحرير أسعار الفائدة أنها أصبحت أسعار ذات معدلات موجبة وخاصة بعد انخفاض معدل التضخم واستقرار سعر الصرف الأمر الذي انعكس على ارتفاع نسبة الودائع بالعملة المحلية من نسبة 39% في عام 1991م إلى نسبة 76% في عام 1997م كذلك فقد تم إلغاء التعليمات التي كانت تحظر على البنوك منح تسهيلات ائتمانية بالعملة المحلية بضمان الودائع بالعملة الأجنبية ، إلغاء الحد الأدنى لمعدل الفائدة على ودائع الجنيه المصرى لمدة 3شهور وقدره 12% وذلك في عام 1993م وهو ما انعكس على تحقيق الاستقرار النقدي .

ب- تم إيقاف العمل بالسقوف الائتمانية للقطاع الخاص في عام 1992م ثم القطاع في عام 1993م ، فضلاً عن السماح للقطاع الخاص بالتعامل مع كافة البنوك العاملة بالقطاع العام والخاص وذلك إطار تشجيع

(1): المصرف المركزي المصري -مجلة الاقتصادية 37_ 96، 1997م ، ص 43 .

تدفق مزيد من التمويل إلى القطاعات الإنتاجية ، وقد ارتفع نصيب القطاع الخاص من اجمالي الائتمان المحلي من 30.3% عام 1992م إلى نحو 46.8% عام 1997م .

ج- تم تعديل نسبة الاحتياطي النقدي على أرصدة الودائع بالعملة المحلية في بنوك الاستثمار والبنوك التجارية (باعتبار أداة في ضبط التوسع النقدي) في عام 1990م لتصل 15% بعد أن كانت 25% وذلك لمساعدة هذه البنوك في تخفيض التكلفة الحقيقية للودائع وتحقيق عائد يدعم الموارد الذاتية لها ، بالإضافة إلى ذلك فقد وافق مجلس إدارة البنك المركزي في عام 1993م على تخفيض نسبة ما تودعه البنوك لديه من ودائع النقد الأجنبي عن 15% بعد أن كانت ثابتة على 15% . (24)

د- اعتمدت الحكومة المصرية على أذون الخزانة لتمويل جزء من عجز الموازنة العامة للدولة وذلك باعتبارها أداة غير تضخمية وبديلاً مناسباً للتمويل بالعجز ، وقد تم طرح أول أذن خزانة مع بداية 1991م وتوالت إصدار أذون لخزانة بأجال استحقاق مختلفة لتمويل مديونات الأذون لحين استحقاق أجلها علاوة على تغطية العجز المستمر في الموازنة وليس علاجاً نهائياً وهو ما اثر سلباً على الأوضاع الاقتصادية . وقد تم تعديل المسار عن طريق إصدار السندات الحكومية بجانب أذون الخزانة فأصدرت سندات طويلة الأجل بنحو 3 مليار جنية وأنخفض رصيد الأذون من 35.2% مليار جنية عام 1994م إلى نحو 26.9 مليار جنية عام 1995 (يرجع الانخفاض في أذون الخزانة تناقص العجز الكلي للموازنة العامة للدولة والى إصدار سندات الخزانة) .

وفى عام 1996م استمر البنك المركزي بإصدار الأذون بالإضافة إلى إصدار الشريحة الثانية من السندات على الخزانة بقيمة 4 مليار جنية وعائد 11% سنوياً تستحق في عام 2003م وهو ما ساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية للبنك المركزي أداة جديدة يستخدمها .

2- الإصلاح المالي:-

استهدف برنامج الإصلاح الإقتصادى السيطرة على عجز الموازنة العامة للدولة من خلال سياسة مالية انكماشية تعتمد على خفض الإنفاق العام وزيادة الإيرادات الضريبية وذلك كما يلي :-

(1): المصرف المركزي المصري ، المجلة الاقتصادية -المجلد 28- 94 \ 1995م.

أ- تجميد بند الأجور في الموازنة العامة للدولة من خلال إبطاء التعيينات الحكومية وتشجيع المعاش المبكر ، وعلى الرغم من ذلك فقد تزايدت نسبة الاجور الإجمالى النفقات الجارية من 18.7% عام 1992-1993 حتى بلغت 22.7% عام 1996-1997م ، وكان ذلك نتيجة لزيادة عدد العاملين في الجهاز الادارى ووحدات الحكم المحلى بالإضافة إلى العلاوات الحتمية والدورية . (25)

وإتباع سياسة الإصلاح السعري للمنتجات شركات القطاع العام وهو ما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات ، كما ارتفعت أسعار الطاقة والمواد الخام المحلية لتعبر عن تكلفتها الحقيقية .

ب- صدور قانون 203 لسنة 1991 كخطوة أولى لتنفيذ برنامج الخصخصة والذي عمل على إنشاء الشركات القابضة والتابعة لتحل محل شركات القطاع العام هادفة بذلك زيادة معدلات مشاركة القطاع العام من البيروقراطية وعدم وضوح العلاقة الملكية والإدارة مما حد من حركة عمليات التشغيل وسوء اختيار المديرين وغياب الأهداف وعدم استقرارها فضلا عن نقص المواد الذاتية المتاحة للتمويل والاضطرار للجوء إلي القروض .

3- سياسة سعر الصرف .

عمدت سياسة الإصلاح الإقتصادي إلى تحرير سعر الصرف لاجتذاب المزيد من النقد الاجنبى والوصول إلى سعر صرف حقيقي وفي بداية عام 1991م بدا إلغاء تعدد أسعار الصرف وأصبح نظام الصرف يتكون من السوق الأولية والسوق الحرة للصرف الاجنبى إلى وصل في أكتوبر 1991 سعر الدولار إلى 2.29 جنية وفي نوفمبر 1991م

تم توحيد سعر الصرف على إن يتم تحديده سوقياً مع تحرير تحركات رؤوس الأموال ، كما تم السماح للتعامل في النقد الأجنبي خارج البنوك من خلال شركات الصرافة وفي عام 1994م صدر قانون رقم 38 الذي ادخل تعديلات جوهرية على قانون النقد الاجنبى أدت إلى الوصول إلى السعر الصرف الواقعي للجنة المصري مما ساهم في الاستقرار النقدي وإخفاء ظاهرة الدولار ولقد كان لهذه السياسة تأثيرها في جذب الاستثمارات الأجنبية لسوق رأس المال المصري

(1): المصرف المركزي المصري-،التقرير السنوي ، أعداد متفرقة .

4- تحرير التجارة الخارجية .

تعد هذه السياسة محور سياسات التكييف الهيكلي وهي تتضمن التخصيص الكفؤ للموارد من خلال حفز المنتجين على المنافسة مع السلع العالمية عن طريق تحويل الصناعة المصرية من سياسة السلع العالمية عن طريق تحويل الصناعة المصرية من سياسة الإحلال محل الواردات إلى سياسة التوجه التصديري ، ولذلك قامت الحكومة في عام 1992م بإلغاء الحظر على التصدير لبعض السلع وتحديد قائمة السلع المحظور تصديرها وتلك التي تخضع لحصص التصدير ، أما بالنسبة للواردات فقد تم تغيير هيكل التعريفة الجمركية في مايو 1991 م وتضيف الفجوة بين الحد الأدنى والأعلى من الضرائب الجمركية ثم تم الإلغاء التدريجي للحواجز غير الجمركية (بخلاف الحظر والوقف المؤقت) وفي عام 1993م تم تخصيص قائمة السلع التي يلزم الحصول على موافقة من الحكومة قبل استيرادها . وبذلك تدخل مصر حيز المناقشة العالمية خاصة بعد انضمامها لاتفاقية الاجات لتحرير التجارة الخارجية والذي تم بداية من عام 1995م⁽²⁶⁾.

ثانياً : المناخ الاستثماري سوق الأوراق المالية المغربي :-

مساهمة الإصلاحات والتدابير التي أجرتها المغرب لخلق مناخ أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية فمع مطلع التسعينات من القرن الماضي صدرت الدولة مرسوم يلغى قوانين 1973م المتعلقة بمغربة⁽²⁾ بعض القطاعات الاقتصادية ، كما أدخلت عدة إصلاحات على التشريعات في المجالين النقدي والمالي كتقنين الصرف ، إصلاح بورصة القيم ، وضع قانون بنكي جديد وتعديل قانون الشركات العامة وشبة العامة .⁽³⁾ كذلك اتخذت الدول إصلاحات مست بورصة الدار البيضاء خضعت بورصة القيم المنشأة سنة 1929 ، والتي تم تحديثها سنة 1993م لهيكل جديدة تتضمن من جهة بورصة الدار البيضاء التي تحولت إلى شركة خاصة تقوم بمهام تيسير وتطوير البورصة وأيضاً شهدت الاستثمارات المغربية قفزة نوعية بفضل سياسات الإصلاح خاصة الخصخصة وتحويل الديون إلى استثمارات.

● التدابير التشريعية والمؤسسية :-

(1): المصرف المركزي المصري-،التقرير السنوي ، أعداد متفرقة .

(2): المغربية هي سياسة تبنتها الحكومة المغربية منذ بداية السبعينات بهدف اشراك الرأسمال المغربي مع الاستثمارات الأجنبية التي تعود لفترة الحماية الفرنسية (1912-1956)

(3): د. محمد العربي الهراس ، الاستثمار الأجنبي وميكانيكية الاقتصاد المغربي عناصر تحليل ، 2001 ، الرباط ، ص 101 .

نظراً للأهمية الإستراتيجية للاستثمارات الأجنبية في الاقتصاد المغربي ، فإن الدولة عملت على تحسين جاذبية البلاد من خلال مجموعة من التدابير على النحو التالي :-

1- الإصلاحات التشريعية.

أ- اعتماد مدونة التجارة وقوانين تحرير الأسعار .

ب- إقرار ميثاق الاستثمارات الذي عوض عن القوانين السابقة و أصبح يشكل تشريعاً .

ج- وضع نظام للصرف يمكن للمستثمرين بكل حرية من تحويل المداخيل الناتجة عن عملية الاستثمار.

2- الإصلاح المؤسسي .

وضعت الحكومة لبعض المؤسسات (1) حد للمشاكل المرتبطة بالجهاز الإداري المعقد علي النحو التالي :-
أ- لجنة وزارية بجانب وزير الأول مكلفة بالبحث في المشاكل إلي تحول دون تنفيذ مشاريع الاستثمار .

ب- خلق مديرية الاستثمارات الأجنبية .

3- الإصلاح التنظيمي .

مراجعة قانون الخصخصة بهدف جعله وسيلة لسياسة اقتصادية مبنية على قواعد الشفافية والإنصاف .

4- التمويل .

ركزت الحكومة على العلاقة بين الدين الخارجي وتحسين الاستثمارات الأجنبية .

أ- تحويل جزء من الدين إلي إستثمارات خارجية .

ب- تشجيع الشراكة بين الشركات المحلية والأجنبية .

(1): رقية بنيس ، أثر محددات الاستثمار الأجنبي علي الاقتصاد المغربي ، رسالة الماجستير ، أكاديمية الدراسات العليا طرابلس ، ص 102 .

المبحث الثاني

"الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري ونظيره المغربي"

أولاً : الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المصري

صنفت سوق رأس المال المصري من ضمن الأسواق الناشئة وقد توفرت عدة عوامل شجعت المستثمرين الأجانب علي اختيار سوق رأس المال المصري ليكون ضمن مكونات محافظهم الاستثمارية فإن البيانات الموضحة في الجدول رقم (4) يوضح تطور حجم الاستثمار الأجنبي في سوق رأس المال المصري خلال 1996م إلي 2002م .

جدول رقم (4)

حجم الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية (1)

السنة	إجمالي التداول	إجمالي تداول الأجانب	%	مشتريات الأجانب	%	المبيعات الأجانب	%
1996	3283.5	1378.7	42	1096	33.4	282.7	18.6
1997	19204.5	7607.3	39.6	5008.2	26.1	2599.1	13.5
1998	17531.1	75631.1	43.1	3294.2	18.8	4268.9	24.4
1999	32732.2	6567.2	20.1	991.8	26.8	5575.4	17
2000	41293.4	18867	45.7	11435	27.7	7432	18
2001	24051.9	7620.3	31.7	3908.3	16.2	3712	15.4
2002	12107.2	5332.2	44	2848	23.5	2484.2	20.5

تشير بيانات الجدول رقم (4) إلي أن حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق المال المصري من خلال الأوراق المالية المتداولة في البورصة بيعاً وشراءً قد تراوحت بين 20.1% من إجمالي التداول كحد أدنى وذلك في عام 1998م وبين 45.7% كحد أعلى من إجمالي التداول عام 2000م وفي بداية الفترة عام

(1): المصدر الهيئة العامة لسوق المال المصري – مركز المعلومات .

1996م كانت النسبة تبلغ نحو 42% وتتمثل تلك النسبة في مشتريات ومبيعات الأجانب إذا بلغت نسبة كلا منهما من إجمالي التداول .

في ذات العام نحو 33.4% و 8.6% على الترتيب وهاتان النسبتان تمثلان أعلى نسبة مشتريات وأقل نسبة مبيعات خلال الفترة المشار إليها .

ومن ثم التداول خلال الأعوام من 1997م حتى 2001 نلاحظ أن أعلى قيمة تداول كانت تبلغ 18867 مليون جنية لعام 2000 بينما أقل قيمة تداول للأجانب بلغت 6567.3 مليون جنية في عام 1999 أما عملية قيمة مشتريات للأجانب بلغت 11435 مليون جنية عام 2000 وأقل قيمة بلغت 991.8 مليون جنية عام 1999 تليها عام 1998 بقيمة بلغت 3294.2 مليون جنية بينما كانت أعلى قيمة مبيعات للأجانب بلغت 7432 مليون جنية عام 2000 وأقل قيمة مبيعات للأجانب بلغت 3712 مليون جنية في عام 2001 وهذا معناه خروج رأس المال الأجنبي من سوق رأس المال المصري في العامين الآخرين ، وهذا كان نتيجة إلي ارتفاع سعر الصرف في تلك الفترة وكذلك حالة الركود النسبي التي بدأ يعاني منها الاقتصاد المصري ويؤكد تلك الحقيقة انخفاض مضاعف الربحية للسهم 16.7 مرة عام 1998 إلي حوالي 6.84 مرة عام 2000.

و بذلك يمكننا استخلاص الآتي :-

أ- مؤشري كمية وقيمة التداول يعكسان التطور التدريجي في سوق المال المصري في الفترة 1986 – 2001 .

ب- مؤشرات عدد الشركات المقيدة بالسوق وكذلك رأس المال الاسمي والسوقي للشركات المقيدة والمتداول بالبورصة يؤكدان أيضاً التطور النسبي والزيادة في معدلات أداء سوق المال المصري.

ج- مؤشر نسبة رأس المال السوقي إلي الناتج المحلي الإجمالي يعكس ويؤكد الحالة الراهنة لسوق المال المصري ، بإعتبارها أحد الأسواق الناشئة ، التي من أهم سماتها انخفاض تلك النسب عن 50% مقارنة بما يزيد عن 100% ، 200% أحياناً في الدول المتقدمة .

د- تبرز المؤشرات السابقة ارتفاع معدلات أداء سوق رأس المال المصري في السنوات 1996- 1998 م وهي الفترة التي شهدت بيع عدد كبير من شركات قطاع الأعمال العام عند بدء تطبيق برنامج

الخصخصة ، يلاحظ التراجع النسبي لعملية الخصخصة منذ ذلك العام و حتي الان ، وهناك عدة أسباب
للإنخفاضات المتوالية التي شهدتها أسعار معظم الأوراق المالية المتداولة في البورصة خلال الأعوام
الثلاث الأخيرة من أهمها :- (1)

- المغالاة في تسعير الأسهم المطروحة في اطار برنامج الخصخصة .
- عدم اختيار الوقت المناسب لإجراء تعديلات تشريعية مرتبطة بسوق رأس المال وعلى (سبيل المثال
قانون رقم (5)) لسنة 1998 وأثره على عوائد البنوك وسوق السندات .
- تضارب تصريحات القائمين على الأسواق .
- عدم الالتزام بمبدأ الشفافية الكاملة والمتاجرة بالمعلومات لصالح قلة من المستثمرين .
- عدم فعالية نظام الرقابة من قبل شركة مصر للمقاصة وهيئة سوق المال على آليات التداول .
- حادث الأقصر و أثره السلبي علي السياحة بمصر و ما يرتبط بها من موارد للدولة من العملات الأجنبية

وبالإضافة إلي ما تقدم فقد زاد من حدة تلك الأزمة مؤخرا

- 1-ارتفاع سعر الدولار الناتج عن انخفاض عوائد السياحة وزيادة الواردات من جنوب شرق آسيا في ظل
أزمتها انخفاض عوائد البترول وقناة السويس .
 - 2- انخفاض السيولة المحلية الناجمة عن قيام بعض الهيئات الحكومية التي تحتفظ بودائع كبيرة لدى بنوك
القطاع العام بسحب جزء كبير من ودائعها من تلك البنوك الأمر الذي سبب في انخفاض السيولة .
- قيام البنك المركزي ببيع نحو 3.3 مليار دولار خلال عام 1999 قامت البنوك بشرائها والاحتفاظ بها
في محافظ العملاء لديها وذلك لتغطية الأزمة في الدولار (تعادل نحو 11 مليار جنيه) وفقا لما أعلنه
مؤخرا محافظ البنك المركزي .

(1): علاء الدين محمود زهران وخالد عبد العزيز عطية ، مؤشرات سوق رأس المال ودورها في اتخاذ القرارات الاستثمارية و تقييم المؤشرات الاداء الاقتصاد القومي
مذكرة خارجية رقم 1610 ، معهد التخطيط القومي .

3- انخفاض حجم التدفقات النقدية الداخلة للبنوك والتي تمثل أقساط و فوائد الديون المستحقة على عملاء البنوك وفقاً للبرامج المعدة لتحصيل القروض السابق اقراضها ويرجع ذلك إلى سوء حالات الشركات نتيجة لحالات الكساد وكذلك حالات التعثر الأمر الذي اثر علي حجم السيولة لدى البنوك أيضا .

4- المؤشرات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي وتدفق رأس المال الأجنبي إلى سوق رأس المال المصري وكذلك عائد وفائض الربحية للسهم يبرزان حقيقة هامة وهي انخفاض التدفق الأجنبي في العاميين الأخيرين لانخفاض العائد ومضاعف ربحية السهم وهذا يمكن تفسيره بارتفاع أسعار الصرف والركود النسبي الذي بدأ يعاني منه الاقتصاد المصري في تلك الفترة .

الاستثمارات الأجنبية مع بداية الألفية الجديدة في سوق المال المصري :-

تميزت هذه المرحلة بعدد من الأحداث علي المستويين العالمي والمحلي فعلى الصعيد العالمي فقد أثرت إحداث 11 سبتمبر 2001 في حركة الاقتصاد على مستوى العالم فقد أدت إلي إضعاف حركة رؤوس الأموال عبر القارات .

وقد شهدت تلك المرحلة على الصعيد المحلي الكثير من الاتجاهات إصدار قانون 13 لسنة 2004 الذي عمل على تدعيم وتقوية دور الهيئة العامة للاستثمار ، في إطار سياسة الشباك الواحد التي اتبعتها الدولة لكي تجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة .⁽¹⁾

أما الاتجاهات التي حدثت على الصعيد المصرفي والبورصات ، تحويلات للودائع والحسابات الدولارية الدائنة في البنوك إلي ودائع بالجنه المصري ، أو عملات أجنبية أخرى خوفا من استمرار تراجع الدولار في أسواق الصرف العالمية ، مما أدى الي تراجع سعر صرف الدولار مقابل الجنيه عقب أحداث 9/11 ولكن سرعان ما انقلب الوضع نتيجة أحداث علي نطاق البورصة في الاستثمارات غير المباشرة حيث بلغت صافي الاستثمارات في الحافطة المصرية 260.5 مليون دولار في العام المالي 2000-2001 .⁽²⁾

فالاستثمارات غير المباشرة سرعان ما تتأثر بأي حادث مما أدى إلى تسارع حملة الأسهم من الأجانب إلي طرح مالديهم من أسهم مفضلين الحصول على السيولة التي تكون أكثر أمنا في تلك الأوقات مما أدى إلي تراجع في البورصة المصرية وضغط بشدة على الدولار في مصر.

ووصلت معدلات التضخم إلي 6% خلال العام المالي 2002/2001 مقابل 4.2% للعام المالي السابق ، وارتفع إجمالي عجز الموازنة العامة في مصر إلي 5.8% من الناتج المحلي الإجمالي لمصر في العام المالي 2002-2001 ، وتشير بيانات صندوق النقد إلي إن معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي المصري قد تراجع من 5.1% سنة 2000 إلي 3.3 سنة 2001 وانخفض إلي 2% سنة 2002 م .

(1): نسين نصر حسين ، نظرة عالمية علي الاستثمار الأجنبي مع التطبيق علي مصر ، 2006-2007 ، نشأة المعارف بالإسكندرية ، ص 203 .

(2): نسرین نصر حسين ، مرجع السابق ، ص 205 .

فكان(1) موقف الاستثمار الأجنبي في فترة الألفية الجديدة ، انخفاض تدفقات الاستثمارات المباشرة حول العالم حيث انخفضت نسبة التدفقات بحوالى 21% من إجمالي التدفقات فى التسعينات نتيجة للمناخ العالمي بالخوف من حركة البشر والاستثمارات ، وانخفضت الاستثمارات المتدفقة لمصر إلى 510 مليون دولار عام 2001 ووصلت إلى 532 مليون دولار عام 2002 وارتفعت عام 2003 إلى 700.6 مليون دولار ثم انخفضت إلى 407.2 مليون دولار عام 2004 ثم وصلت إلى 301.5 مليون دولار عام 2005 هذا وقد انفردت الولايات المتحدة الأمريكية وحدها بحوالى 50% من إجمالي تلك الاستثمارات تليها دول الاتحاد الاوروبى بنسبة 20% ، في حين بلغت نسبة مساهمة الدول العربية حوالى 5% فقط من الإجمالي ، أما الباقي فكان نسب موزعة على الاستثمارات الكندية واليابانية وسنغافورة وبعض جيرانها من دول جنوب شرق آسيا(2)

(1) _ التقرير الاستراتيجى العربى 2002_2003 ص 461.

(2)- نسرين نصر حسين ، المرجع السابق ص208

ثانياً: الاستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال المغربي:-

شهدت الاستثمارات الأجنبية إلى المغرب تطوراً خلال الفترة الممتدة بين عام 1986-2004 ، حيث بلغ اجمالي التدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى المغرب ما قيمته (11635) مليون دولار كما هو موضح بالجدول رقم (2) والذي يوضح تطور تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالمغرب خلال فترة الدراسة ، و إذا ما قسمنا هذه الفترة إلى ثلاثة فترات لتشمل الفترة الأولى عقد الثمانينات والفترة الثانية تشمل عقد التسعينات في حين تشمل الفترة الثالثة بداية الالفية الجديدة الى عام 2004 ، فإننا نلاحظ أن المغرب قد حقق قفزة نوعية منذ بداية التسعينات حيث شهدت الاستثمارات الأجنبية في المغرب ارتفاعاً مستمراً فقد ارتفع صافي الاستثمارات المباشرة من 468 مليون دولار عام 1993 إلى 577 مليون دولار عام 1994 ، كما إن ارتفاع صافي المحفظة خلال نفس الفترة من 24 مليون دولار إلى 238 مليون دولار ، ويرجع هذا الارتفاع الغير مسبوق في استثمار المحافظ إلى الإقبال الكبير من طرف المستثمرين الأجانب علي شراء أسهم شركات القطاع العام التي طرحتها الحكومة للبيع في البورصة في إطار عملية الخصخصة ، ومنذ بداية عملية الخصخصة سنة 1995 ساهم المستثمرون الأجانب بنسبة 35% وقد شكلت الاستثمارات السويسرية 10.5% من إجمالي إيرادات الخصخصة والإستثمارات البريطانية 10.2% و الأمريكية 6.5% الفرنسية 6.3% ، في عام 1995 تراجع إنتاج القطاع الزراعي بحوالي 50% عن عام 1994 بسبب أسوء موجة جفاف شهدها المغرب هذا القرن .

ولقد بلغ حجم الاستثمارات الأجنبية خلال هذه الفترة ما قيمته (4614) مليون دولار في حين سجل عقد الثمانينات تدفقات بلغت قيمتها (333) مليون دولار ، أما حجم تدفقات الألفية الجديدة فقد بلغ (6688) مليون دولار وتعكس الزيادة التي حدثت في الإستثمارات الأجنبية المباشرة في الفترة الثانية والفترة الثالثة مدى نجاح السياسات الاستثمارية المحفزة التي انتهجتها المغرب ، ولقد حقق عام 2001 أكبر تدفق استثمار أجنبي أي ما قيمته (2825) مليون دولار ، وذلك يرجع إلى أكبر صفقة إستثمارية أنجزها المغرب في ميدان الاتصالات والمتمثلة في إستثمار مجموعة " فيقائثري " العالمية و ذلك بشراء 35% من رأس المال " إتصالات المغرب " بينما تهدف سنة 2002 تقلصاً في عائدات برنامج تخصيص المنشآت العامة التي

تملكها الدولة بينما حقق عام 1986 اقل قيمة فى تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب أى ما قيمته (1) مليون دولار .

فقد شهد عام 1986 اتخاذ سلسلة من الإجراءات التقشفية من قبل الحكومة المغربية تهدف إلى خفض عجز الميزان التجاري والمديونية الخارجية والداخلية للدولة ولتحقيق هذا الهدف قررت الحكومة تأجيل بداية تنفيذ المخطط الخماسي الجديد عام 1986-1987 م وإعادة جدولة الديون الخارجية وإتخاذ إجراءات للرفع من مستوى الصادرات ومتابعة المفاوضات مع المجموعة الاقتصادية والأوربية في مجال التجارة ، ومن ناحية آخر هدفت معظم التعديلات التشريعية والإجراءات الحكومية إلى تحسين أداء الاقتصاد ومن أهم التعديلات ما جاء في قانون المالية بشأن الأسعار والتجارة والضرائب الجديدة .⁽²⁷⁾

ومن خلال السياسات الاستثمارية الناجحة التي انتهجتها المغرب فإن ذلك يعكس ارتفاع معدلات النمو في تدفقات الاستثمارات الأجنبية ، وعليه فقد سجل عام 1987م أعلى معدل نمو في حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية في المغرب في حين تفوقت بقية سنوات الدراسة فى معدلات نمو تدفقات الاستثمارات الأجنبية كما يوضح الجدول الاتى رقم (5) والذي يوضح تطور معدلات نمو تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى المغرب، حيث نلاحظ التفاوت في معدلات النمو من سنة إلى أخرى من سنوات الدراسة وأذا ما أخذنا نسبة تدفقات الاستثمارية الأجنبية إلى المغرب نسبة دفق الاستثمارات الأجنبية إلى دول المغرب العربى ، فإننا نلاحظ إن المغرب قد استحوذت علي نسبة من إجمالي تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى دول المغرب حيث بلغت نسبته في المتوسط خلال فترة الدراسة (42.4%) سنوياً، والواقع إن هذه النسبة تجعل المغرب تحتل المرتبة الأولى من حيث تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتعكس الأهمية النسبية للمغرب من حيث نجاحه وتوفير الحوافز الجاذبة للاستثمارات مقارنة مع دول المغرب العربي .

(1): مناخ الاستثمار في الدول العربية ، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، ص 375 .

جدول رقم (5)

تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المغرب خلال الفترة (1986 - 2004)

السنة	تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشر	معدل النمو %
1986	1	95.0
1987	60	9500.0
1988	85	41.7
1989	167	96.5
1990	165	1.2-
1991	317	92.1
1992	422	33.1
1993	468	10.9
1994	577	23.3
1995	290	47.4-
1996	311	7.2
1997	500	60.8
1998	714	42.8
1999	850	19.0
2000	215	74.7-
2001	2825	1214.0
2002	481	83.0-
2003	2314	381.1
2004	853	63.1-

التقرير الاقتصادي العربي الموحد، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار إصدارات مختلفة .

UNCTAD world investment report NEW York Geneva Various issues .

الفصل الخامس

" النتائج والتوصيات "

المبحث الأول :- النتائج .

المبحث الثاني :- التوصيات .

المبحث الأول

النتائج :-

نستخلص من الدراسة عدد من النتائج الهامة التي توضح مدى صحة فرضيات الدراسة والمتمثل في الآتي:-

6- أوضحت الدراسة تطور نمو أسواق رأس المال ي كثير من الدول النامية التي تبنت برنامج الإصلاح

الاقتصادي والتحرير المالي وهو ما أدى بدوره إلي زيادة جاذبية أسواقها للإستثمارات الأجنبية .

7- تقع الأسواق الناشئة في اقتصاديات البلدان النامية ، وانصب تعريف الأسواق الناشئة في الدراسات

المختلفة علي سمتين أساسيتين :-

ت- إن هذه الأسواق تقع اقتصاديات الدول النامية .

ث- إن هذه الأسواق ذات أحجام صغيرة وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم .

8- تسهم تدفقات رؤوس الأموال إلي أسواق رأس المال الناشئة تقوم بدور مهم في التنمية الاقتصادية من

خلال التأثير في العديد من المتغيرات الاقتصادية لعل من أبرزها ، تخصيص الموارد وعلاج المديونية

الخارجية وتنمية سوق رأس المال .

9- علي الرغم من الدور الايجابي الذي يؤديه الاستثمار الأجنبي في أسواق رأس المال الناشئة إلا انه يحمل

معه قدر من المخاطر والمشاكل التي تؤثر علي اقتصاديات الدول النامية .

10- إن أهم سياسات التحوط لتجنب وقوع الأزمات المالية هو الاتجاه إلي الإصلاح الاقتصادي قبل تحرير

سوق رأس المال وأيضاً التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال والرقابة المالية الحذرة علي هذه

التدفقات .

المبحث الثاني

التوصيات:-

إسناداً إلى النتائج التي توصلت إليها الدراسة ، فإن الدراسة توصى بما يلي :-

- 6- أن يكون الغرض من الاستثمار الأجنبي المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية ويستخدم المستثمر الأجنبي الموارد المحلية ، ويساهم في رفع كفاءة العناصر المحلية و زيادة فرص العمل ، و ينقل الآلات والتقنيات الحديثة .
- 7- الاتجاه إلى الكيانات الكبرى مما لها من آثار إيجابية لاقتصاديات الدول النامية ، سواء بالنسبة للاقتصاد القومي أو بالنسبة لمستقبل أداء السوق .
- 8- تكوين جهة إرشادية للمستثمر الأجنبي لمساعدة وتوجيه المستثمر الأجنبي في اكتشاف الفرص الاستثمارية في البلدان العربية ، استلام طلبات الاستثمار الخارجي ومنع حوافز الاستثمار .
- 9- الاتجاه إلى برنامج الإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي والخصخصة ، لما لها من تأثير كبير في جذب الاستثمارات الأجنبية ، وبناء قاعدة تشريعية تساعد في توقي المخاطر المحتملة .
- 10- انتهاء سياسات التحوط حتى يتمكن الاقتصاد المحلي للدول العربية في الاندماج في النظام المالي العالمي ، من خلال الرقابة علي المؤسسات المالية والحد من التدخل الحكومي في المجالات التي يكون فيها لقوى السوق قدراً من الفاعلية.

المراجع

الكتب :-

- 1- عبد السلام أبو قحف ، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية مؤسسة شباب الجامعة 1989 .
- 2- أميرة حسب الله ، محددات الاستثمارات الأجنبية المباشر وغير المباشر فى البيئة الاقتصادية العربية ، 2005 جامعة عين شمس .
- 3- عبد الغفار حنفى ، إستراتيجيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية ، 2007 ، الدار الجامعية.
- 4- عبد السلام أبو قحف ، اقتصاديات الاستثمار الدولي ، 1991 .
- 5- دريد محمد السامرائي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية 2004.
- 6- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، جامعة البتراء ، دار وائل ، 2005 .
- 7- نسرین نصر حسين ، نظرة عالمية على الاستثمار الأجنبي مع التطبيق على مصر منشأة المعارف بالإسكندرية ، 2007 .
- 8- نزيه عبد المقصود مبروك ، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية ، دار الفكر الجامعي ، 2007 .
- 9- رضا عبد السلام ، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر فى عصر العولمة المكتبةالعصرية ، 2007 .
- 10- حمزه محمود الزبيدى ، الاستثمار فى الأوراق المالية ، مؤسسة الورق 2004 .
- 11- جعفر باقر علوش ، اقتصاديات الاستثمار فى المشروعات و أوراق المال ، المكتبة الجامعية ليبيا ، 2004 .
- 12- سامي أحمد غنيم ، الاستثمار الدولي وسلوك منظومة الاقتصاد الدولي ، مؤسسة الطوبجى 2005 .
- 13- جلال البنا ، ماذا تعرف الاستثمار فى الأوراق المالية والبورصات والمستشفيات ، شركة الندى للطباعة ، 2007 .

- 14- منى قاسم ، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية ، الدار المصرية اللبنانية .
- 15- منير إبراهيم هنيدي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية جامعة طنطا ، 2006 .
- 16- هوشيار معروف ، الاستثمارات في الأسواق المالية ، جامعة البلقاء ، 2003 .
- 17- هالة حلمي السعيد ، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة.
- 18- محمد العربي الهراس ، جذب الاستثمار الأجنبي وميكانيكية الاقتصاد المغربي عناصر تحليل ، 2001 ، الرباط .

الرسائل العلمية :-

- 1- محمد عبد النبي سلامة ، أثر الإستثمارات الأجنبية غير المباشر على استقرار أسواق رأس المال ، رسالة دكتوراه جامعة عين شمس .
- 2- محمد عبد المطلب بدوى ، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلي أسواق رأس المال الناشئة وأثارها على المتغيرات الاقتصادية ، رسالة دكتوراه ، جامعة عين شمس .
- 3- الطاهر خليفة الأسود ، محددات تدفق الاستثمارات إلي أسواق رأس المال،دراسة تطبيقية على سوق رأس المال المصري ، رسالة ماجستير ، أكاديمية الدراسات العليا .
- 4- شيرين مصطفى صبحي ، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية المحددات وأهم الانعكاسات ، رسالة ماجستير ، جامعة القاهرة .
- 5- طارق عمر عطية ، واقع ومستقبل الاستثمارات الاقتصادية الراهنة ، رسالة ماجستير ، أكاديمية الدراسات العليا .
- 6- عربي مدبولي احمد ، مقومات الأسواق المساعدة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية ، دراسة مقارنة للسوق المصري مع الأسواق الصاعدة ، رسالة ماجستير كلية التجارة ، حلوان ، 1999 .
- 7- رقية بنيس ، أثر محددات الاستثمار الأجنبي علي الاقتصاد المغربي ، رسالة الماجستير ، أكاديمية الدراسات العليا ، 2004 .

المجلات و التقارير:-

- 1- نبيل حشاد، تدفقات الرأسمالية إلي دول النامية مع إشارة خاصة إلي الأموال الساخنة في البورصات الاستثمارية في الأوراق المالية ، اتحاد البورصات وهيئة سوق المال العربي بيروت ، 2000 .
- 2- عدنان الهندي ، دور المصارف العربية لتنشيط التداول بالبورصات العربية ، ندوة استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت ، 1994 .
- 3- علاء الدين محمود زهران وخالد عبد العزيز عطية ، مؤشرات الأداء الاقتصاد القومي ، مذكرة خارجية ، رقم 1610 ، معهد التخطيط القومي .
- 4- جاب الله عبد الفضيل ، تصميم الجداول المقترحة لعلاج مشكلة الديون الخارجية للعالم الثالث مجلة مصر المعاصرة .
- 5- مانويل جوبيتان ، كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال ، مجلة التمويل والتنمية ، 1998.
- 6- المصرف المركزي المصري * المجلة الاقتصادية .
- 7- الهيئة العامة للسوق المال المصري- مركز المعلومات .
- 8- التقرير الاستراتيجي العربي 2002-2003.
- 9- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، إصدارات مختلفة .
- 10- البنك الدولي ، إصدارات مختلفة .