



Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/EM.6/2
15 April 1999
ARABIC
Original: ENGLISH

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

مجلس التجارة والتنمية

لجنة الاستثمار والتكنولوجيا والقضايا

المالية المتصلة بذلك

اجتماع الخبراء المعني بتدفقات الاستثمار في الحوافز

المالية والاستثمار الأجنبي المباشر

جنيف، ٢٨-٣٠ حزيران/يونيه ١٩٩٩

البند ٣ من جدول الأعمال المؤقت

الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية والاستثمار الأجنبي المباشر: الخصائص
وأوجه التشابه والتكامل والاختلاف، مدلولات السياسة العامة والأثر الإنمائي
قضايا مطروحة للبحث

مذكرة من إعداد أمانة الأونكتاد

موجز تنفيذي

تتركز المناقشة الجارية في محافل شتى على رسم سياسات ولوائح تنظيمية ملائمة يتعين اتباعها على الصعيدين الوطني والدولي من أجل الحد من تقلبات تدفقات رأس المال. وهناك إحساس في هذا السياق بأن التوصل إلى تفهم أفضل للسمات المحددة لمختلف أنواع التدفقات، وخصوصاً تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، يمكن أن يساهم في تقييم آثار هذه التدفقات على الاقتصادات المستفيدة منها وفي تحديد نهج السياسة العامة التي يتعين اتباعها في معالجة التدفقات الاستثمارية. ويمكن ملاحظة بضع سمات نسبية بارزة

(A) GE.99-51257

للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، وهي: يتسم الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه خاص بالقطاعات والشركات على وجه التحديد، بينما لا تتوفر هذه السمة في الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية؛ وفي حين أن الاستثمار الأجنبي المباشر قادر على نقل التكنولوجيا وتحسين فرص الوصول إلى الأسواق، فإن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية يستطيع المساعدة على تعزيز تنمية سوق رأس المال المحلية؛ ويتسم الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية بكونه أقل استقراراً من الاستثمار الأجنبي المباشر؛ وفي حين أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تبدو مستدامة، فإن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية من المحتمل أن ينخفض، في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة؛ والواقع أن البلدان التي تتلقى مبالغ كبيرة من هذين النوعين من الاستثمارات قليلة العدد.

وتوحي أوجه عدم التشابه وأوجه التكامل بين هذين النوعين من الاستثمارات بأن النظم التي تتبّع في توجيه السياسة العامة تجاه هذين النوعين تكون مختلفة. وينبغي للبلدان أن تحرر أيضاً الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية أثناء قيامها بتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر. ومع ذلك، ينبغي أن تمضي سياسات اجتذاب الاستثمارات الأجنبية في الحوافز المالية بقدر أكبر من الحذر، نظراً لأن تقلب تدفقات هذه الاستثمارات يمكن أن يكون له أثر سلبي على الاقتصادات المتلقية لها: ويجب أن يتاح للبلدان اعتماد تدابير (خلاف التدابير المالية والنقدية) من أجل ضبط مسار تدفقات رأس المال الوافدة والراحلة، بغية تجنبّ دورات الرواج والكساد لتدفقات رأس المال، وخصوصاً تدفقات استثمارات الحوافز المالية. وعلاوة على ذلك، تعتبر النظم واللوائح والضوابط المالية المحلية القوية عناصر جوهرية لضمان التحرير الملائم لهذه الاستثمارات. وينبغي كذلك إيلاء اعتبار إلى اتخاذ تدابير وإجراءات داعمة لتحسين فرص حصول الأسواق الناشئة على بعض أنواع استثمارات الحوافز المالية القادرة على توفير مصادر تمويل مستقرة نسبياً.

المحتويات

الفقرات

مقدمة	٣-١
أولاً- التعريف ومشاكل التسجيل الإحصائي	١٢-٤
ثانياً- المساهمة في التنمية	٢٦-١٣
ألف- طبيعة عقود الاستثمار	١٣
باء- تدفق المدخرات الأجنبية إلى الداخل	١٩-١٤
جيم - بيئة الأعمال التجارية	٢٣-٢٠
دال - أوجه التكامل وأوجه عدم التماثل	٢٦-٢٤

المحتويات (تابع)

الفقرات

٣٨-٢٧	.....	ثالثاً - المحدّات والتقلبات النسبية
٢٩-٢٨	.....	ألف - محدّات الاستثمار الأجنبي المباشر
٣٣-٣٠	.....	باء - محدّات الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية
٣٨-٣٤	.....	جيم - التقلبات النسبية
٤٠-٣٩	.....	رابعاً - الآثار المترتبة على السياسة العامة

الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية والاستثمار الأجنبي المباشر: الخصائص وأوجه التشابه والتكامل والاختلاف، مدلولات السياسة العامة والأثر الإنمائي

مقدمة

١- أدى اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا إلى إثارة بضع قضايا هامة تتعلق بمنافع تدفقات رأس المال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة. وتركز المناقشة الجارية في محافل شتى على رسم سياسات ولوائح تنظيمية ملائمة يتعين اعتمادها على الصعيدين الوطني والدولي من أجل الحد من تقلب تدفقات رأس المال. وهناك إحساس في هذا السياق بأن التوصل إلى تفهم أفضل للسّمات المحددة لمختلف أنواع التدفقات يمكن أن يساهم في تقييم أثر هذه التدفقات على الاقتصادات المستفيدة منها وفي تحديد نهج لاجتذابها أو التحكم فيها. وقد اكتست هذه المسألة أهمية إضافية في ظل المناقشة المتعلقة بشكل خاص بتحديد الاستثمارات التي يتضمنها أي اتفاق استثماري ثنائي أو إقليمي أو متعدد الأطراف وبتحديد نطاق تغطية هذه الاستثمارات. وتتصل هذه المسألة أيضاً بالنقاش الدائر بشأن تحرير تدفقات رأس المال، والذي يثار فيه التساؤل عن أنواع التدفقات التي ينبغي تحريرها أولاً، وكيفية اجتذاب تدفقات استثمارية أكثر استقراراً.

٢- لقد لوحظ أن تدفقات رأس المال الخاص تضطلع بدور متزايد كمصدر تمويل للأسواق الناشئة^(١) كما تغيّر تكوين هذه التدفقات تغيّراً جذرياً، حيث استأثر الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية بالنصيب الأكبر من صافي التدفقات الاجمالية للموارد المتجهة إلى البلدان النامية. وفي عام ١٩٨٥، شكّل الإقراض المصرفي الدولي ما يزيد عن ٥٠ في المائة من مجموع تدفقات رأس المال الأجنبي الخاص إلى البلدان النامية. وكانت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر من هذه التدفقات ٢٢ في المائة، بينما بلغت نسبة الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية ١٨ في المائة؛ وفي عام ١٩٩٧ قدر نصيب كل من هذه الأنواع من الاستثمارات بنسبة ٨ في المائة و٤٣ في المائة و٤٨ في المائة على التوالي (بينما كانت النسبة المتبقية منحةً مقدّمة من منظمات غير حكومية).

٣- وقد نجم هذا النمط المتغيّر لتدفقات رأس المال عن عملية عولمة الإنتاج من خلال الاستيعاب الداخلي للمعاملات التي تجرى داخل الشركات عبر الوطنية (المحفّزة على زيادة أنشطة الاستثمار الأجنبي المباشر)، والطرح المتزايد لسندات المعاملات المالية (المحفّزة على زيادة الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية في الأسهم والسندات عبر الحدود)^(٢). ولكل من هذين النوعين من التدفقات سمات مختلفة، وقد يكون لكل منهما آثار مختلفة على الاستراتيجيات الإنمائية للبلدان المستفيدة. وستحلّ الفروع التالية من هذه الدراسة بعض القضايا المتصلة بأوجه الاختلاف أو أوجه الشبه أو أوجه التكامل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، وما يترتب على ذلك من آثار في السياسة العامة^(٣).

أولاً - التعريف ومشاكل التسجيل الإحصائي

٤- يشير تعريف الاستثمار الأجنبي، استناداً إلى المعاملات المتصلة بميزان المدفوعات بين جهات تعامل مقيمة وأخرى غير مقيمة، إلى الاستثمار الذي يقوم به أفراد أو مؤسسات يكون مركز اهتمامهم الاقتصادي اقتصاد مغاير للاقتصاد الذي يستثمرون أموالهم فيه^(٤). ويصنّف الاستثمار الأجنبي، بحسب تعريف الحسابات الدولية وتصنيفها المطروح من صندوق النقد الدولي في "دليل ميزان المدفوعات"، في العناصر الثلاثة التالية: (أ) استثمار مباشر؛ (ب) استثمار في حوافظ الأوراق المالية؛ (ج) استثمار آخر.

٥- يُعرّف **الاستثمار الأجنبي المباشر** بأنه فئة الاستثمارات الدولية التي يتاح فيها لكيان مقيم في اقتصاد ما مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر. وتعني المصلحة الدائمة وجود علاقة طويلة الأمد بين المستثمر المباشر والمؤسسة المعنية، وتمتّع المستثمر بقدر لا يستهان به من النفوذ على إدارة المؤسسة. ووفقاً للمعيار المستخدم هنا، "ينشأ الاستثمار المباشر عندما يمتلك كيان مقيم في اقتصاد ما ١٠ في المائة أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية لمؤسسة محدودة، أو ما يعادل ذلك بالنسبة لمؤسسة فردية. وجميع المعاملات اللاحقة بين المؤسسات التابعة، سواء كانت محدودة أو فردية، هي معاملات تعتبر استثماراً مباشراً". ويشمل الاستثمار المباشر رأس المال السهمي، والأرباح المعاد استثمارها، وأي رأس مال آخر (أو مديونيات فيما بين الشركات). ومن بين مؤسسات الاستثمار المباشر الشركات الفرعية (التي يمتلك فيها مستثمر غير مقيم أكثر من ٥٠ في المائة من رأس المال)، والشركات المنتسبة (التي يمتلك فيها مستثمر غير مقيم ٥٠ في المائة من رأس المال أو ما دون ذلك) والفروع (وهي مؤسسات فردية مملوكة ملكية تامة أو مشتركة).

٦- ويشمل **الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية** مجموعة متنوعة من الصكوك المتداولة (أو القابلة للتداول) في الأسواق المؤسسية والأسواق المالية الأخرى وهي: صكوك السندات، وأسهم رأس المال وسوق المال. بل إن صندوق النقد الدولي يُدخل أيضاً المشتقات أو الصكوك الثانوية، مثل الخيارات المتاحة في فئة الاستثمارات الأجنبية في الحوافظ المالية. وتتنوع أيضاً قنوات الاستثمارات عبر الحدود: فتمارس عمليات حيازة وبيع السندات المالية من جانب المستثمرين المتعاملين بالتجزئة، والمصارف التجارية، وشركات الاستثمار (وصناديق الاستثمار المشترك، والصناديق القطرية والإقليمية، وصناديق المعاشات، وصناديق الضمان). ونظراً للافتقار إلى الشفافية في المعاملات التي يقوم بها بعض هؤلاء المستثمرين، فإنه ما زال من الصعب الحصول على تقدير دقيق لحجم الاستثمارات الأجنبية في الحوافظ المالية التي تتم في الأسواق الناشئة.

٧- وتوجد مصادر مختلفة للبيانات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية: فهناك صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ومعهد التمويل الدولي، وبلدان المصدر (مثل وزارة الخزانة الأمريكية)، وبعض الشركات التجارية التي تتعقب أموال الاستثمار (مثل Micropal of Standard and Poor's) ومن نافلة القول إن البيانات التي تعلنها المصادر المختلفة تتباين تبايناً واسعاً. وقد أصدر صندوق النقد الدولي **دليل الدراسات الاستقصائية** لمساعدة البلدان في إعداد التقارير التي تقدمها إلى الصندوق من أجل الدراسة الاستقصائية المتسقة للاستثمار في الحوافظ المالية^(٥).

وليست البلدان كلها تقدم احصاءات مفصلة عن الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية. كما يتضمن نظام التبليغ عن المدنيين لدى البنك الدولي تقديرات عن الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية للبلدان النامية وحدها. ويمكن أن تتباين بيانات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي تبايناً كبيراً فيما يتعلق بأي بلد معيّن^(٦).

٨- تقوم بعض بلدان المصدر، وعلى الأخص الولايات المتحدة واليابان، بجمع بيانات عن المعاملات المتعلقة بالحوافظ المالية بين الكيانات المقيمة والكيانات غير المقيمة. ونشر بنك اليابان مؤخراً إحصاءات عن الاستثمارات اليابانية في الحوافظ المالية في الخارج، وإن كانت هذه الاحصاءات تظل على مستوى مجمل إلى حد ما. وتمثل بيانات وزارة الخزانة الأمريكية أشمل بيانات متاحة على الصعيد العالمي عن أحد بلدان المصدر، فهي تورد على أساس شهري إجمالي مشتريات الكيانات المقيمة في الولايات المتحدة من الحوافظ المالية، وإجمالي مبيعات الأوراق المالية الأجنبية (غير الأمريكية) والسندات طويلة الأجل الأجنبية (غير الأمريكية) (السندات التي يزيد أجل استحقاقها الأصلي عن عام واحد). وتجمع هذه البيانات من المصارف، والمتعاملين في الأوراق المالية، والمستثمرين، و"كيانات أخرى" تتعامل بشكل مباشر مع الأشخاص المقيمين من الأجانب في صفقات من الأوراق المالية الأجنبية. غير أن هناك عوامل تحدّ من تفسير هذه البيانات كدلالات واقعية لتدفقات الاستثمار في الحوافظ المالية بين الأشخاص المقيمين من رعايا الولايات المتحدة والمقيمين من غير رعايا الولايات المتحدة^(٧):

(أ) تشير البيانات المبلّغة بحسب البلد إلى البلد الذي يوجد فيه الموقع المادي للنظير الأجنبي للمعاملة، والذي لا يطابق بالضرورة بلد إقامة مصدر الورقة المالية الأجنبية. وعلاوة على ذلك، يجوز لمعامل في ورقة مالية مقيم في الولايات المتحدة أن يقوم بهذه المعاملات بالنيابة عن شخص مقيم في بلد أجنبي.

(ب) قد يؤدي أيضاً كبر حجم المعاملات، التي تجرى عن طريق مراكز مالية دولية يمكن أن تصدر فيها أوراق مالية بالنيابة عن أشخاص مقيمين في بلدان أخرى ويتم تداولها في هذه المراكز، إلى تشويه هذه البيانات، فيما يبدو.

(ج) وعلى نفس المنوال، يمكن أيضاً اعتبار إيصالات الإيداع التي تصدرها شركات مقيمة غير أمريكية، والتي يجري إصدارها وتداولها، بمثابة أوراق مالية أمريكية.

٩- يجدر التنويه بأن هذه الملاحظات تنطبق أيضاً على بيانات الحوافظ المالية التي تبليغها حسابات ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي استناداً إلى المعاملات التي تتم بين جهات مقيمة وجهات غير مقيمة. وفي البلدان التي تعمل كمراكز مالية دولية، يصعب تحديد بلد المنشأ للشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في تلك المراكز.

١٠- وأخيراً، تقوم المصادر التجارية، مثل "ميكروبال"، بجمع البيانات المتعلقة بأسهم الأسواق الناشئة، وصناديق السندات، المنشأة سواء لغرض محدد أو غير محدد، والتقارير الخاصة بحجمها (من حيث صافي قيمة الأصول) وأدائها (العائدات التي يحصل عليها المساهمون). وتصنّف هذه الصناديق كصناديق عالمية وإقليمية وقطرية. وقد

استخدم بعض المراقبين التغييرات في صافي قيم أصول هذه الصناديق المعدلة من أجل إحداث تغييرات في مؤشرات أسعار الأسواق القطرية أو الإقليمية كما تعبر عن التغييرات في استثمارات الحوافظ المالية في البلدان المستفيدة^(٨). ويمكن تبيان أن هذه المنهجية مضللة لأسباب عديدة^(٩). أولاً، لا يعبر مؤشر سعر السوق بالضرورة عن أسعار الأصول التي تستثمر فيها هذه الصناديق أموالها. ثانياً، تتباين أسعار الصناديق محددة الغرض بشكل منفصل عن أسعار الأصول الأساسية. ثالثاً، بعض الصناديق ليست مستثمرة استثماراً كاملاً في الأسواق الناشئة، وقد تستثمر قدرًا من أموالها في بعض الأحيان في التعامل بالنقد.

١١- وخلاصة القول إنه لا يوجد أي مصدر قائم بذاته للبيانات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، ومن الصعب إيجاد مؤشر دقيق لتدفقات هذه الحوافظ المالية عبر الحدود. ويبدو أن صندوق النقد الدولي لديه أكثر الأرقام موثوقية التي تتيحها البلدان المستفيدة، وإن كانت التغطية القطرية أبعد ما تكون عن الاكتمال، كما أنه يصعب التوصل إلى تحديد دقيق لجنسية مشتري الأوراق المالية أو بائعها أو مُصدِّرها.

١٢- وإلى جانب مشكلة الدقة في تقديرات الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، توجد أيضاً مشكلة "الحالات غير المحددة" التي يصعب فيها تصنيف استثمار ما كاستثمار أجنبي مباشر أو كاستثمار أجنبي في الحوافظ المالية. وفي البلدان التي تم فيها تحرير الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، يستطيع المستثمر في الحوافظ المالية أن يشتري أكثر من ١٠ في المائة من أسهم الشركات دون أن تكون له مصلحة دائمة أو رغبة في السيطرة على تلك الشركات. ومع ذلك فإن الأموال التي يوظفها ذلك المستثمر يمكن تصنيفها كاستثمار أجنبي مباشر. وفي حالات أخرى، تستطيع الشركات الفرعية الأجنبية أن تصدر سندات تكون معظمها مشتراة من شركات أم، ويمكن تسجيل هذه المعاملات، التي هي في واقع الأمر استثمار أجنبي مباشر، بوصفها استثماراً أجنبياً في الحوافظ المالية. وباستخدام الحصة الغالبة كحدّ فاصل، هناك ظروف يمكن أن يتحوّل فيها الاستثمار الأجنبي المباشر إلى استثمار أجنبي في الحوافظ المالية، وذلك عن طريق إضعاف الملكية وفقدان السيطرة على الشركة المعنية. وعلى عكس ذلك، يمكن أن يتحوّل الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية إلى استثمار أجنبي مباشر إذا قرّر المستثمر أن تكون له حصة إدارية في الشركات التي يكون قد اشترى أصولها من قبل بوصفها استثماراً أجنبياً في الحوافظ المالية.

ثانياً - المساهمة في التنمية

ألف - طبيعة عقود الاستثمار

١٣- قبل تحليل المساهمة المحددة التي يمكن أن يقدمها الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية في تنمية اقتصادات الأسواق الناشئة، وكذلك أوجه التكامل بينها (وأوجه عدم التشابه)، من المهم أن نفهم طبيعة العقود التي تربط مختلف أنواع المستثمرين والكيانات/البلدان التي يستثمرون أموالهم فيها. وتنشأ الاختلافات فيما بين الأشكال الثلاثة للاستثمار، وهي الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، والقروض المصرفية، من حيث الملكية، وتقاسم المخاطرة، وشكل العائد.

(أ) الاستثمار الأجنبي المباشر هو تدفق استثماري جرى استيعابه داخلياً (داخل ذات الشركة عبر الوطنية) وهو يشمل أصولاً رأسمالية بالإضافة إلى أصول غير مادية. ويحتفظ المستثمر بالسيطرة على الشركة الفرعية التي ينشئها ويجني منافع من استثماراتها (ومن ثم فإنه يزيد الربح الإجمالي لمجموعة الشركات عبر الوطنية ككل) وذلك من خلال ما يلي:

- زيادة المبيعات (إما في الأسواق المحلية أو من خلال الصادرات إلى أسواق أخرى)؛
- تخفيض تكاليف الإنتاج؛
- زيادة كفاءة الإنتاج للمجموعة ككل.

ويأخذ المستثمر الأجنبي على عاتقه المخاطر التشغيلية لأعمال شركته.

(ب) أما الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية فهو عملية شراء لأوراق مالية (أسهم أو سندات) أصدرتها شركة أو كيان حكومي لبلد أجنبي. وتقوم الأسواق المالية بالوساطة في عمليات الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، التي تتطلب بالتالي وجود أسواق لرأس المال السائل نوعاً ما سواء كان محلياً أو دولياً. ويمكن القول، من وجهة نظر البلد المستفيد، إن هذا النوع من الاستثمار لا ينجم عنه فقدان للسيطرة على ملكية الشركات المصدرة (التي يمكن أن تكون مؤسسات محلية مملوكة ملكية تامة، أو مشاريع مشتركة، أو شركات فرعية لشركات عبر وطنية). والاستثمار في الحوافظ المالية هو ذو طابع مالي "بحت"، ولا يصاحبه نقل لأصول غير مادية وللدراية الفنية بشؤون الإدارة. وتتمثل الدوافع الرئيسية للمستثمرين في الحوافظ المالية في التماس الحصول على عائد وتقليل المخاطر، وذلك من خلال تنويع الحوافظ المالية.

ويتوقع المستثمر أن يتقاسم الأرباح التي تحققها الشركة/الكيان وذلك بتلقي أرباح/عائدات أو مكاسب رسالية. إلا أن المستثمر يتقاسم المخاطر أيضاً: فإذا كانت الأرباح عالية تكون عائدات الأصول عالية أيضاً؛ وفي الحالات التي تحدث خسائر فيها، يتحمل المستثمر خسائر أيضاً من خلال التدهور الذي يصيب أسعار الأصول. وفيما يتعلق بالسندات، فإن الاستثمار يكون لأمد محدد من حيث المبدأ. ومع ذلك، يستطيع المستثمرون بيع السندات قبل حلول أجل استحقاقها. والزيادة/الخصم في سعر السندات لا يعتمد على مقدار المخاطر التي يمثلها المقترض فحسب، بل أيضاً على تطور أسعار الفائدة في الأسواق المالية. وبالنسبة للأسهم، ليس هناك أي أمد محدد للاستثمار فيها، بل إنه يمكن بيعها في أي وقت. كما تؤثر المخاطر وأسعار الفائدة على أسعار الأسهم.

وإذا جرى تداول للأوراق المالية في أسواق رأس المال المحلية، فإن التدفقات واسعة النطاق للاستثمار الأجنبي إلى الداخل أو إلى الخارج يمكن أن تنشئ موجات من الهزات في الأسواق المحلية، كما أنها يمكن أن تحفز التقلبات التي تحدث في سعر الصرف أو تضاعفها؛ وفي هذه الحالة، يتحمل المستثمرون الأجانب مخاطر تقلب أسعار

الصرف؛ وإذا تُدوِّلت الأوراق المالية في أسواق رأس المال الدولية (مثل ايصالات الإيداع الأمريكية والسندات والأسهم ذات الاصدار الدولي)، فإن الاقتصادات المستفيدة يمكنها أن تحمي نفسها من آثار التغييرات في أسعار الأصول؛ وفي هذه الحالة، يتحمّل مصدرّو الأوراق المالية من الأسواق الناشئة مخاطر تقلب أسعار الصرف.

(ج) والقرض المصرفي هو عقد محدد المدة (أجل استحقاق القرض) بين المقرض والمقرض. ويحتفظ المقرض بالعقد إلى أن يحين أجل الاستحقاق، ويحصل على الفائدة واستهلاك أصل الدين وفقاً للجدول الزمني المنصوص عليه في العقد. ويحدد العقد طريقة الانسياب المتوقع لدفعات السداد حتى يحين أجل الاستحقاق، وهي لا تتغير مع التغييرات التي تحدث في قدرة المقرض على السداد؛ وبالتالي، فإنه لا يوجد أي تقاسم للمخاطر.

باء - تدفق المدخرات الأجنبية إلى الداخل

١٤- تشير بيانات ميزان المدفوعات خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٧ لعينة ضمت ٣٠ بلداً من البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية^(١٠) إلى أنه بالنسبة لثلاثي البلدان التي شملتها تلك العينة كان المعدل المتوسط للاستثمار الأجنبي المباشر كحصة ذات نسبة مئوية من تدفقات رأس المال أكبر من المعدل المتوسط للاستثمار الأجنبي المباشر في الحوافز المالية. والبلدان التسعة^(١١) التي تجاوز فيها متوسط الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية متوسط الاستثمار الأجنبي المباشر هي البلدان التي تنتمي بشكل عام إلى الشريحة العليا من الدخل المتوسط (باستثناء الهند)؛ وجميع هذه البلدان لديها أسواق رأسمال متقدمة إلى حد كبير، (وتتجاوز نسب رسملة سوق رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي المتوسط السائد في البلدان متوسطة الدخل). وتجدد أيضاً ملاحظة أن بعض هذه البلدان مثل الأرجنتين والبرازيل وجمهورية كوريا والمكسيك، اجتذبت استثمارات في السنوات أكثر من الأسهم.

١٥- وفي عام ١٩٩٦، بلغت نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل كحصة إجمالية من تكوين رأس المال الثابت في البلدان النامية ٨,٧ في المائة^(١٢). وتتزايد هذه الحصة على مر السنين (وكانت في عام ١٩٩٢ تعادل ٤,٢ في المائة). وتشكل عمليات الاندماج والاحتياز عبر الحدود معظم الزيادة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر؛ وقد زادت قيمتها بالنسبة إلى إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل (في البلدان المتقدمة النمو والبلدان النامية) من ٤٩ في المائة عام ١٩٩٦ إلى ٥٨ في المائة عام ١٩٩٧^(١٣). ومن بين البلدان النامية، تشكل بلدان جنوب وشرق وجنوب شرقي آسيا أغلبية المبيعات المتصلة بعمليات الاندماج والاحتياز، خصوصاً بعد أزمة عام ١٩٩٧ المالية. كما سُجّلت في عام ١٩٩٧ زيادات ذات شأن في المبيعات المتصلة بعمليات الاندماج والاحتياز في أمريكا اللاتينية وفي أوروبا الوسطى والشرقية، ويعود سبب ذلك بصفة رئيسية إلى عمليات الخصخصة.

١٦- ينبغي أن تخضع تحويلات الأرباح، على أساس عمليات النقل الصافي، من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة من أجل إظهار القيمة الفعلية للموارد الإضافية القابلة للاستثمار. وتعتمد الشركات الفرعية، مع بلوغها مرحلة النضج، اعتماداً متزايداً على الأموال الداخلية لتمويل التوسع في أنشطتها، وكسب أرباح متزايدة،

وتوليد مدفوعات إتاوات متزايدة. وبالإضافة إلى ذلك، نجد أن التدفقات العكسية التي تحدث من خلال ممارسة أسعار التحويل فيما بين الشركات، وهي ممارسة أقل شفافية، يمكن أن تكون هامة في بعض الأحيان، لا سيما عندما تستخدمها الشركات عبر الوطنية للتهرب من الضرائب أو لتجنب مخاطر تقلب أسعار الصرف. وأخيراً، يتزايد اعتماد الشركات الفرعية على الاقتراض المحلي للتوسع في أنشطتها، لا سيما عندما تكون هناك مخاطر صرف عالية.

١٧- ونجد من الناحية الأخرى أن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية يوسع وعاء رأس المال المخاطر به المتاح للشركات في الأسواق الناشئة. وتقدر قيمة الأسهم الدولية وسندات المديونية الصادرة عن البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية بما يعادل قرابة ١٧ في المائة من مجموع المبالغ التي جمعتها البلدان كافة في أسواق رأس المال الدولية في عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧^(١٤). غير أن الأزمة المالية خفّضت أكثر من نصف المبالغ التي جمعتها تلك البلدان في عام ١٩٩٨، عندما هبط نصيبها إلى ٧ في المائة من المبالغ الإجمالية. وبالإضافة إلى ذلك، يقوم المستثمرون في الحوافز المالية بشراء سندات صادرة في الأسواق المحلية، مضيفين بذلك قدراً كبيراً من السيولة إلى هذه الأسواق. وقد سببت هذه الأزمة حالة من الذعر انتابت بعض المبيعات التي قام بها مستثمرون أجنبياً.

١٨- وقد صاحب تزايد فرص الحصول على استثمار أجنبي في الحوافز المالية لا سيما خلال فترتي الرواج ١٩٩٣-١٩٩٤ و١٩٩٦ إلى أوائل ١٩٩٧، انخفاض في تكلفة رأس المال. وقيل إن متوسط انتشار الاصدارات الجديدة للبلدان النامية من السندات الدولية (مقابل سندات الخزنة الأمريكية التي يتشابه معها أجل استحقاقها النهائي ودخلها الثابت) قد انخفض من ٣٥٥ نقطة أساس في عام ١٩٩٤ إلى ٢٥٨ نقطة أساس في الأشهر الثمانية الأولى من عام ١٩٩٧^(١٥). وبما أن أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية كانت أدنى بكثير من أسعار الفائدة المحلية في جميع الأسواق الناشئة تقريباً، حتى لو أضيفت إليها هوامش الديون المصرفية، فقد انخفضت كثيراً تكلفة رأس المال للشركات المقترضة من الأسواق الناشئة. وبالمثل، فقد ازدادت مؤشرات أسعار الأسهم المحلية في الأسواق الناشئة الرئيسية التي اجتذبت معظم هذه التدفقات زيادة هائلة^(١٦) خلال السنوات التي شهدت زيادة في تدفقات الأسهم الأجنبية الوافدة (١٩٩٣ و١٩٩٦ و١٩٩٧)، مما أتاح للشركات الفرصة للحصول على تمويل رسالي ساهمي أيسر.

١٩- وكما هو الحال بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر، تنخفض قيمة التحويل الصافي بفعل تدفقات الحوافز المالية الوافدة لو خصمت مدفوعات قسائم الفائدة والأرباح. بيد أنه تجدر ملاحظة حقيقة أنه، نظراً لأن الأرباح الموزعة تعتمد على ربحية المؤسسات التجارية، فإن هناك دوراً لتقاسم المخاطر يضطلع به الاستثمار الساهمي. ونظراً لما يتسم به الاستثمار في الحوافز المالية من قابلية للتداول، فمن الممكن أن تؤدي التدفقات واسعة النطاق، سواء كانت وافدة أم راحلة، إلى زعزعة استقرار أسواق رأس المال المحدودة.

جيم - بيئة الأعمال التجارية

٢٠- كثيراً ما يتم التأكيد على أن الاستثمار الأجنبي المباشر يجلب معه عمليات نقل التكنولوجيا والدراية بشؤون الإدارة، إلى جانب تحسين فرص الوصول إلى الأسواق الأجنبية. وتضطلع الشركات عبر الوطنية من البلدان المتقدمة النمو بقسط ذي شأن من أنشطة البحث والتطوير العالمية، وهي تمتلك أو تسيطر على نسبة كبيرة من التكنولوجيات الحديثة وتولّد حصة عالية من المنتجات الجديدة. وبالتالي، فإنها قادرة على العمل كقناة هامة لنقل التكنولوجيا إلى البلدان المضيفة. غير أن مسألة نقل التكنولوجيا معقدة. وهنا تبرز تساؤلات عن مدى قيام الشركات عبر الوطنية بأنشطة توليد التكنولوجيا (البحث والاستحداث والابتكارات) في الشركات المنتسبة لها أو بموجب ترتيبات غير سهمية (مثل التراخيص) مع الشركات الموجودة في البلدان النامية؟ وما إذا كانت الشركات المنتسبة الأجنبية تحفز رفع السوية التكنولوجية في الشركات المحلية، من خلال الروابط الخلفية والأمامية والمحاكاة والمنافسة ودوران الموظفين؟

٢١- ومن ناحية أخرى، نجد أن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية يستطيع أيضاً المساهمة في تحسين بيئة الأعمال التجارية التي تمارس الشركات نشاطها فيها. وقد قيل من قبل أن الاستثمار (المحلي والأجنبي) في الحوافز المالية يتطلب وجود أسواق مالية تؤدي مهامها بشكل طيب. وينبغي لأي نظام مالي فعال أن يؤدي المهام الثلاث التالية^(١٧):

- التعبئة الملائمة للمدخرات (بما في ذلك المدخرات الأجنبية)؛
- التوسط بكفاءة بين المستثمرين والمقترضين؛
- توزيع الموارد بكفاءة على أوجه الاستخدام الانتاجي.

٢٢- وسيُضطلع بهذه المهام بأقصى قدر من الفعالية لو توفرت لها أنواع مختلفة عديدة من المؤسسات والصكوك المالية التي تستجيب لمختلف أفضليات المستثمرين من حيث المخاطر/العائد والوقت، ولمختلف التقييمات المتصلة بالتكلفة والسلوك الذي يتجنب المخاطر من جانب مستخدمي الأموال. وسيتعين على هذا النظام المالي أن يوفر صكوك الديون الأساسية قصيرة الأجل (من نوع الودائع أو أسواق المال) وطويلة الأجل (السندات)، فضلاً عن رأس المال المخاطر به (الأوراق المالية وما يتصل بها من صكوك)، بما يتفق والاحتياجات المالية المختلفة للاقتصاد. والواقع أن من أسباب الأزمة المالية الأخيرة في البلدان الآسيوية ضعف نظمها المالية التي تعتمد بشكل مفرط على البنوك من أجل الوساطة المالية. وأدى عدم تكافؤ آجال الاستحقاق القصوى للحوافز المالية بين المصارف إلى نشوء أزمة سيولة حادة بعد الانقطاع المفاجئ لتدفقات رأس المال الأجنبي الوافدة. وتعترف هذه البلدان الآن بمزايا إنشاء أسواق محلية للسندات، من شأنها أن تسمح بتبديد المخاطر ومد أجل استحقاق المدفوعات، إذ سيزداد استعداد المستثمرين للاقراض لأمد أطول لأنه سيكون في إمكانهم تداول السندات قبل حلول آجال استحقاقها. وعلاوة على ذلك، يُعدّ وجود أسواق حسنة الأداء لرأس المال أمر ضروري لتعميق وتحسين المنافسة المالية مع المصارف من أجل الوساطة المالية، والمساهمة بالتالي في خفض تكلفة رأس المال للمقترضين.

٢٣- ومن المتوقع أن يساعد الاستثمار الأجنبي من الحوافز المالية في زيادة تنمية أسواق رأس المال^(١٨)، نظراً لأنه يضيف سيولة إلى الأسواق المحلية. ومع تحقيق زيادات في السيولة، سيزداد أيضاً رقم الأعمال، وقد تقل تقلبات الأسعار، الأمر الذي يشجع المستثمرين والشركات على استخدام أسواق رأس المال في عمليات الاستثمار وجمع الأموال من خلال إصدارات الصكوك المالية. وعلاوة على ذلك، يستطيع المستثمرون الأجانب تحسين مستويات أسواق رأس المال المحلية نظراً لأنهم سيصبحون أكثر تطلباً من حيث نوعية المعلومات والكشف عنها وتوفير الحماية لتملك أقلية رأس المال، كما ستلزمهم لوائح سوقية وتجارية ملائمة. ويمكن أيضاً للاستثمار الأجنبي أن يشجع استحداث مؤسسات وخدمات جديدة، مثل خدمات إدارة الاستثمار وإسداء المشورة المالية، وخدمات المحاسبة ومراجعة الحسابات والمعلومات السوقية ووكالات تصنيف الائتمان. ومن شأن ذلك أن يساهم أيضاً في زيادة الشفافية في المعاملات المالية وفي تحسين إدارة الشركات.

دال - أوجه التكامل وأوجه عدم التماثل

٢٤- من الممكن أن تكون هناك أوجه تكامل عديدة بين هذين النوعين من الاستثمارات. ويمكن القول بادئ ذي بدء بأن الاستثمار الأجنبي المباشر تضطلع به الشركات عبر الوطنية، وهو خاص بالشركات أو القطاعات على وجه التحديد. وهذا يعني أن البلدان المضيفة لا تستطيع أن تقرر الجهة التي تقصدها هذه الاستثمارات. أما الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية فيمكنه تمويل الشركات المحلية وكذلك الشركات المنتسبة الأجنبية، وهو ليس خاصاً بالقطاعات على وجه التحديد، ومن ثم فإنه مثلي الطابع. وبقيام الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية بتوفير التمويل وتخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات المحلية، يكون بوسعه زيادة القدرة التنافسية للشركات. وعلى الرغم من أن المستثمرين في الحوافز المالية سيوظفون أموالهم في شركات "الأوراق المالية الممتازة" أولاً، فإنهم يهتمون أيضاً بالفرصة التي تتبعها "مفارقات الأسعار" وذلك بالاستثمار في الشركات التي لديها إمكانيات للنمو والتي يبدو أنها قُيِّمت بأقل من قيمتها الحقيقية.

٢٥- وبوسع المرء أن يتخيل وجود روابط شتى بين هذين النوعين من الاستثمار. وعلى سبيل المثال، يستطيع الاستثمار الأجنبي المباشر أن يشجع، عن طريق الروابط الخلفية والأمامية، إنشاء شركات محلية تقوم بدورها باللجوء إلى الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية من أجل تمويل توسعاتها. ومن ناحية أخرى، يستطيع الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، كما لوحظ آنفاً أن يشجع تنمية أسواق رأس المال المحلية التي تساعد على اجتذاب رأس المال الأجنبي المباشر. وبوسعه أيضاً أن يوطد الهياكل الأساسية المالية المحلية، التي يمكنها أن تسهّل عمليات الشركات عبر الوطنية، وبشكل أخص عندما يتولاها الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق عمليات الدمج والاحتياز.

٢٦- والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية هو استثمار مالي، وهو بالتالي أكثر استجابة للتغيرات التي تحدث في العوامل المالية. ونظراً لأنه لا يرتبط بأي شركة أو قطاع بالذات، فإنه يضطلع من حيث المبدأ بدور محايد في توزيع الموارد، وذلك بتوجيه التمويل إلى الاستثمارات التي تحمل في طياتها احتمالات تحقيق مردود. ومع ذلك فإن

الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية يمكنه أيضاً أن يزيد من تفاقم أزمة المال وأسعار الصرف، نظراً لأن توقع انخفاض قيمة العملة يمكن أن يعجل تدفق هذا النوع من الاستثمار إلى الخارج. وبهذا المعنى، يكون تأثير الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية على الاقتصاد الكلي أعلى من تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر. وعلى الرغم من أن التدفق الرأسمالي الوافد على نطاق واسع من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن أن يكون له أيضاً تأثير على سعر الصرف الحقيقي، فإنه كثيراً ما يُعتقد بأن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة تقابلها واردات المعدات والمكونات الرأسمالية اللازمة لإنتاج الشركات الفرعية، وبذلك يقل التأثير على أسعار الصرف. غير أن التدفقات الراحلة التي تتم في شكل تحويلات للأرباح (والتسعين التحويلي)، يمكن أن تمارس ضغوطاً قوية على ميزان المدفوعات. وبالإضافة إلى ذلك، يؤدي الاقتراض المحلي واسع النطاق الذي تلجأ إليه الشركات التابعة للشركات عبر الوطنية إلى نشوء خطر "إراحة" الشركات المحلية من أسواق رأس المال المحلية. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يكون للاستثمار الأجنبي المباشر تأثير هام على مستوى الاقتصاد الجزئي، بحيث يشكل الهيكل الإنتاجي لبلد ما من البلدان المضيفة.

ثالثاً - المحددات والتقلبات النسبية

٢٧- يوجد تركيز متساو لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية في عدد قليل من البلدان المستفيدة^(١٩)، التي تعد بشكل عام من بلدان الشريحة العليا للدخل المتوسط، وهي ذات هياكل اقتصادية ومالية متنوعة.

ألف - محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

٢٨- أجري بحث واسع النطاق بشأن محددات للاستثمار الأجنبي المباشر. ويرد أدناه تلخيص لنتائج هذا البحث. ومن المتفق عليه على نطاق واسع أن الاستثمار الأجنبي المباشر يحدث عندما تتواجد ثلاث مجموعات من العوامل المحددة في وقت واحد (يشار إليها في كثير من الأحيان بعبارة "نموذج OLI الاصطفائي"^(٢٠)). ويرمز الحرف "O" للمزايا الخاصة بالملكية تحديداً، والحرف "L" للمتغيرات الخاصة بالموقع تحديداً، والحرف "I" لميزة الاستيعاب الداخلي، وهي العوامل التالية:

- وجود مزايا تنافسية خاصة بالملكية تحديداً (مثل حقوق ملكية التكنولوجيا أو مزايا مستمدة من الإدارة المشتركة)؛
- وجود مزايا تتصل بالموقع في بلد مضيف (مثل الأسواق الكبيرة أو تكاليف منخفضة للموارد أو بنية أساسية فائقة الجودة)؛
- وجود منافع فائقة داخل الشركات مقابل علاقة قائمة على المنافسة المطلقة بين المستثمر والمنافع.

وفي حين أن الشرطين الأول والثالث هما من محدّدات الاستثمار الأجنبي المباشر الخاصة بالشركات، فإن الشرط الثاني له نفوذ حاسم على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى بلد مضيف. ولو تمت تلبية الشرط الأول وحده، فستعتمد الشركات على الصادرات أو إصدار التراخيص أو بيع براءات الاختراع لخدمة سوق خارجية. ولو أضيف الشرط الثالث إلى الشرط الأول فسيصبح الاستثمار الأجنبي المباشر طريقة مفضّلة لخدمة الأسواق الخارجية شريطة توفر المزايا الخاصة بالموقع على وجه التحديد.

٢٩- وقد تتصل المتغيرات الخاصة بالموقع بالمحدّدات الاقتصادية ومحدّدات السياسة العامة^(٢١). وتتمثل المحدّدات الاقتصادية الرئيسية في: حجم السوق المحلية؛ والتوزيع المكاني لثروات الموارد الطبيعية والبشرية المنشأ؛ وأسعار المدخلات ونوعية العمالة وانتاجيتها؛ وتكاليف النقل والمواصلات الدولية.

باء - محدّدات الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية

٣٠- تمثل البواعث المتصلة بالتماس العائد وتخفيض المخاطر من خلال تنويع الحوافظ المالية المحرك الرئيسي للاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية. وهناك عدة عوامل مقترنة تفسر الطفرة التي حدثت في تدفقات الاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية في عام ١٩٩٣، من بينها:

- عولمة وتحرير الأسواق المالية، مما يعني قدرة رؤوس المال على التحرك بين البلدان بحرية أكثر وتكلفة أقل؛
- إدخال تحسينات في العوامل الأساسية الاقتصادية في كثير من الأسواق الناشئة، أسفرت عن تحقيق معدلات نمو أعلى كثيراً منها في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛
- تهيئة ظروف عالمية مؤاتية للاقتصاد الكلي تتميز بأسعار فائدة منخفضة وسيولة وافرة في الأسواق المالية الدولية؛
- إضفاء طابع مؤسسي على المدخرات وانتشار الإدارات الفنية للأصول وصناديق الاستثمار المشترك، (صناديق الضمان، وشركات الاستثمار الأخرى) مما يخفض من تكاليف التشغيل للمعاملات المالية (مقارنة بالمصارف التجارية)؛
- إحراز تقدم حاسم في مجال الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات التي تتيح إمكانية تجهيز مقدار كبير من المعلومات المتعلقة بالبلدان والشركات.

٣١- وتشكل هذه العناصر الأساس اللازم لوضع استراتيجية لتنويع الحوافظ المالية بحسب المستثمرين فيها. إن توسيع نطاق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بحيث يشمل طائفة من الأصول الموجودة عبر الحدود قد أدى إلى

الاستنتاج بأن إدخال أصول الأسواق الناشئة في حافظة استثمارات سيؤدي إلى تحقيق عائدات أعلى معدلة لمواجهة المخاطر، نظراً لأن هذه الأسواق أظهرت معدلاً عالياً للنمو وترابطاً متديناً مع الأسواق المكتملة النضج والمتقدمة النمو.

٣٢- وأدت الأزمة المالية التي بدأت في شرق آسيا ثم انتشرت إلى جميع الأسواق الناشئة تقريباً إلى ضرورة إعادة تقييم المنافع المستمدة من تنوع الحوافظ المالية في الأسواق الناشئة. ولم يقتصر الأمر على مجرد تدني عائدات الاستثمار في الأسواق الناشئة عن المعدلات السائدة في أسواق بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (لا سيما في سوق الولايات المتحدة حيث ظلت أسعار الأسهم آخذة في الارتفاع الشاهق)، بل إن المخاطر والتقلبات كانت عالية أيضاً. وقد تبين أن المؤشر المركب الذي حسبه المؤسسة المالية الدولية، وهو المرجع الرئيسي فيما يتعلق بالأسواق الناشئة، كان أدائه من المؤشر العالمي الذي حسبه مؤسسة ستاندرد أند بور بنسبة ٤٣,١ في المائة (بالقيمة الدولارية) خلال عقد التسعينات^(٢٢). وعلاوة على ذلك، أدى تكامل الأسواق المالية إلى زيادة الترابط بين الأسواق الناشئة والأسواق المكتملة النضج. وزاد معامل الترابط بين المؤشر المركب لدى الشركات الـ ٥٠٠ التي تتخذها مؤسسة ستاندرد أند بور مرجعاً ومؤشر المؤسسة المالية الدولية من ٠,٢٧ في الفترة ١٩٧٥ - ١٩٩٥ إلى ٠,٤١ في الفترة ١٩٩٥ - ١٩٩٥.

٣٣- وتأكدت هذه النتائج من الإجابات على استبيان أرسلته أمانة الأونكتاد^(٢٣) إلى عدد من مديري الصناديق المالية. فقد أفاد مديرو هذه الصناديق أن الدافع الرئيسي إلى الاستثمار في الأسواق الناشئة هو تحسين عائدات الحوافظ المالية. إلا أن الاستثمارات في الأسواق الناشئة أدت بشكل عام إلى انخفاض عائد الحوافظ المالية العالمية على مدى الثمانية أعوام الأخيرة، لا سيما منذ نشوء الأزمة الآسيوية، وإلى زيادة تقلباتها. إلا أنه، على الرغم من هذه النتائج المتواضعة، لا يزال مديرو الصناديق يؤمنون بمنافع التنوع بدخول الأسواق الناشئة ولا يعتزمون وقف استثماراتهم أو تخفيضها في هذه الأسواق على الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل. والواقع أن المستثمرين سيمعنون النظر مستقبلاً في سياسات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي^(٢٤)، وبالأخص فيما يلي: ارتفاع معدل النمو الاقتصادي، ودرجة استقرار أسعار الصرف، ومستوى احتياطي القطع الأجنبي، والاستقرار العام للاقتصاد الكلي، وسلامة النظام المصرفي المحلي، ونوعية إطار اللوائح التنظيمية لسوق الأوراق المالية، ونوعية المعايير المحلية للمحاسبة/الإفصاح، ومدى حماية حقوق المستثمرين.

جيم - التقلبات النسبية

٣٤- تفيد التقارير المتعلقة بتدفقات رأس المال في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية^(٢٥) بأن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي الأكثر مرونة وقدرة على التكيف بالمقارنة بالاستثمار في الحوافظ المالية والإقراض المصرفي. ويتم الاستثمار في الحوافظ المالية، على الصعيد القطري، بأنه أكثر تقلباً بشكل عام من الاستثمار الأجنبي المباشر (مقاساً بارتفاع معاملات التغير). وليس في ذلك ما يبعث على الدهشة، نظراً لأن الاستثمار الأجنبي المباشر ينطلق من وجود مصلحة دائمة في البلد المضيف. وعلاوة على ذلك، سيكون من الصعب على الشركات عبر الوطنية أن

تسحب استثماراتها وتبيع الشركات الأجنبية التابعة لها، لا سيما إذا كانت هذه الشركات متداخلة في شبكات إنتاج دولية أو إذا كانت التكاليف "الغارقة" مرتفعة.

٣٥- ومن ناحية أخرى، تتم الوساطة فيما يتعلق بالاستثمار في الحوافز المالية من خلال الأسواق المالية، وهي تتسم بدرجة عالية من الحساسية للتغيرات التي تحدث في بيئة الاستثمار والتي قد تأتي من عوامل داخلية أو خارجية للاقتصادات المستفيدة. ومن الملاحظ التي يمكن ملاحظتها في الأسواق المالية الدولية في عقد التسعينات تقصير أجل المعاملات المالية. وعلى سبيل المثال، زادت حصة القروض المصرفية التي يقل أجلها عن عام واحد من ٤٥ في المائة من الإقراض المصرفي الإجمالي في عام ١٩٩٠ إلى ٥٢,٤ في المائة في عام ١٩٩٨. وحدث تحول إلى تجارة الأوراق المالية، وأدت عملية الابتكار المالي من خلال استحداث أنواع شتى من المشتقات التي تتصدى للمخاطر المختلفة المتصلة بالمعاملات المالية إلى تعزيز تداول سندات التدفقات الرأسمالية. وقد تؤدي الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر التي يستخدمها مديرو الحوافز المالية، مثل استراتيجيات التأمين المحوسب على الحوافز المالية/استراتيجيات الاتجار البرنامجي، ونموذجي القيمة المعرضة للخطر وتقدير سعر البيع الآجل حسب سعر السوق في نهاية السنة الضريبية، إلى مضاعفة تحركات أسعار الأصول وزيادة خطر انتشار آثارها الضارة. وبالإضافة إلى ذلك، يعتبر الاستثمار بأموال مقترضة، وتوخي تحقيق مكاسب في الآجل القصير (مما يحقق أرباحاً ذات مستويات عالية لمديري الحوافز المالية) من العوامل التي تؤدي إلى زيادة التقلبات في الأسواق المالية.

٣٦- وربما لا تؤدي التقلبات الملازمة للأسواق المالية إلى إبطاء عملية تداول سندات المعاملات المالية، نظراً لأن المستثمرين، لا سيما المستثمرين المؤسسين، يجنون عائدات أعلى من الاستثمارات في الأوراق المالية في الوقت الذي يخفضون فيه تكاليف معاملتهم، بالمقارنة باستخدام النظام المصرفي كوسيلة للوساطة المالية.

٣٧- وبالنسبة للأسواق الناشئة، تؤدي مشاكل المعلومات غير المتماثلة إلى زيادة احتمال قيام المستثمرين بتقدير ثمن مخاطر الاضطلاع باستثمار ما تقديراً خاطئاً. وقد يؤدي ذلك إلى مضاعفة تقلبات الأسعار في هذه الأسواق، نظراً لأن المستثمرين الأجانب قد يتصرفون بطريقة مغالى فيها إزاء أي تغيير يحدث في أسواقهم. ويمكن أيضاً أن يساهم لا تماثل المعلومات في انتهاج سلوك يشابه سلوك القطيع، مما يؤدي إلى حدوث دورات رواج - كساد في الاستثمار وردود فعل سريعة الانتشار في أوقات التأزم^(٢٦).

٣٨- ومن ثم، يتجه الاستثمار في الحوافز المالية إلى أن يكون متسماً بالتقلب. ونتساءل هنا: هل يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر أن يبدي أيضاً قدراً من التقلب رداً على مخاطر تقلب أسعار الصرف؟ والرد هو أن مخاطر تقلب أسعار الصرف قد تفضي بالشركات عبر الوطنية إلى انتهاج سلوك معين قد يعمل على تخفيض تدفقات رأس المال إلى البلدان المضيفة، أو قد يضاعف مشاكل ميزان مدفوعاتها^(٢٧). وفيما يلي بعض الأمثلة على هذا السلوك:

- ثمة اتجاه مردّه المخاطر، إلى اعتماد الشركات عبر الوطنية على التمويل بالعملة المحلية؛

- يؤدي حدوث تخفيض حقيقي دائم لقيمة عملة البلد المضيف إلى جعل ذلك البلد أكثر جاذبية كموقع للإنتاج لخدمة السوق العالمية (أو بلد المصدر) ولكنه يكون أقل جاذبية كموقع لتجميع منتجات لمبيعات سوق البلد المضيف تحتوي على مكونات أساسية من بلد المصدر؛
- يمكن تعديل الالتزامات قصيرة الأمد في غضون الفترات التي تستطيع الشركات عبر الوطنية القيام فيها بتغطية أخطار تحركات أسعار الصرف (أو ربما التنبؤ بها)؛ وفي هذا الصدد، قد تتاح للشركات عبر الوطنية ميزة اقتناء المعلومات التي قد تساعدها على اتخاذ إجراءات سريعة في أسواق النقد الأجنبي؛
- تتاح للشركة عبر الوطنية ميزة واضحة في توجيه المعاملات على الصعيد الدولي، والنظر في تعجيل المدفوعات المستحقة بعملة يتوقع أن ترتفع قيمتها، وإرجاء المدفوعات المقومة بعملة يتوقع أن تنخفض قيمتها؛
- تستطيع الشركة عبر الوطنية الاقتراض بعملة يتوقع أن تنخفض قيمتها والاقراض بعملة يتوقع أن ترتفع قيمتها؛ وكذلك يمكنها تغيير العملة التي تقوم بها مدفوعاتها أو متحصلاتها؛
- تستطيع أيضاً أن تغطي مركزها في الأجل الطويل أو الأجل القصير في أي عملة أجنبية بالبيع أو الشراء في سوق الصرف الأجل أو بإجراء عمليات ائتمان متبادل تفاوضية.

رابعا - الآثار المترتبة على السياسة العامة

- ٣٩- قد يلاحظ في ضوء الفروع السابقة وجود بضع خصائص بارزة فيها يتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية وهي:
- أوجه التكامل: الاستثمار الأجنبي المباشر تملكه الشركات عبر الوطنية الأجنبية، وهو خاص، بالقطاعات والشركات تحديداً، في حين أن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية تتولى إصداره عادة الشركات المحلية أو الحكومات، وهو لا يخص القطاعات تحديداً؛
 - آثار إنمائية أخرى: بوسع الاستثمار الأجنبي المباشر أن ينقل التكنولوجيا ويحسن فرص الوصول إلى الأسواق، في حين أن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية يمكنه المساعدة في تعزيز عملية تنمية سوق رأس المال المحلية؛

- التقلبات: يتسم الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية بأنه أكثر تقلباً من الاستثمار الأجنبي المباشر، وإن كان السلوك التحفظي الذي تنتهجه الشركات الفرعية التابعة للشركات عبر الوطنية لتغطية العمليات الآجلة يمكنه أيضاً أن يزيد من تفاقم أزمة ميزان المدفوعات؛
- الاستدامة: تتميز تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بأنها تبدو ذات طابع مستدام، بينما يحتمل أن تنخفض تدفقات الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، ويصبح المستثمرون في الحوافز المالية أكثر اتجاهاً إلى الانتقائية فيما يتعلق باختيار الجهة التي يستثمرون أموالهم فيها؛
- إمكانية الوصول: البلدان المستضيفة لمبالغ كبيرة من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، هي حفنة محدودة من البلدان (ذاتها).

٤٠- إذن، ما هو نوع الآثار المترتبة على السياسة العامة الذي يمكن استخلاصه من هذه الملاحظات^(٢٨)؟

(أ) أولاً، تبين خاصية التكامل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية أنهما يلبيان احتياجات مالية مختلفة. ففي حالة الاستثمار الأجنبي المباشر، تتولى الشركات عبر الوطنية المخاطر التشغيلية للشركات المنتسبة لها، أما في حالة الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، فهناك، كما لوحظ آنفاً قدر ما من مشاركة المخاطر بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية المحليين. وإذا قام بلد ما بتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر وحده وفرض ضوابط على الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية فإن ذلك يمكن أن يضر بالشركات المحلية ويحرمها من إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل خارجية عدا الإقراض المصرفي (الذي يقضي بمشاطرة المخاطر).

(ب) ثانياً، إن ما يتسم به الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية من تقلب كبير يقتضي من السياسات التي ترمي إلى اجتذاب تدفقات استثمارية من هذا النوع أن تمضي بقدر أكبر من الحذر. وهناك احساس سائد في الغالب بين بلدان الأسواق الناشئة بأنه نظراً لأن الأسواق المالية الدولية متقلبة بحكم طبيعتها، وما دامت لا توجد أية تدابير متفق عليها دولياً للتصدي لهذا التقلب، فلا بد من إتاحة قدر ما من مجال المناورة للبلدان لكي تحمي اقتصاداتها من التأثير السلبي الناجم عن تقلب التدفقات الرأسمالية. لهذا يجب أن يُسمح للبلدان بأن تتخذ التدابير (عدا التدابير المالية والنقدية) اللازمة لضبط مسار التدفقات الرأسمالية الوافدة والراحلة بغية تجنب دورات الرواج والكساد في التدفقات الرأسمالية، لاسيما في مجال استثمارات الحوافز المالية. وتمثل النظم واللوائح وإجراءات الرقابة المحلية القوية في مجال المال والتمويل عناصر ضرورية لضمان تحقيق التحرير الملائم.

١٠٠ فيما يتعلق بهذه النقطة بالذات المتصلة بتحرير رأس المال بشكل ملائم، ينبغي إيلاء اهتمام دقيق إلى قضيتين من قضايا السياسة العامة. وتتعلق المجموعة الأولى منهما بتعريف الاستثمار وتغطيته في الاتفاقات الثنائية أو الإقليمية أو المتعددة الأطراف. وقد أولى اهتمام كبير لمعرفة ما إذا كان من الضروري أن يُعطى أي اتفاق استثماري الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية أم لا. ورغم أن

الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية مُعطى حتى الآن في اتفاقات استثمارية عديدة ثنائية وإقليمية، فإنه لا يوجد سوى القليل، إن وجد، من الدراسات النظرية أو التجريبية حول السبب المنطقي لتضمين معاهدات الاستثمار استثمارات الحوافز المالية أو عدم تضمينها إياها، أو حول الآثار المترتبة على ذلك.

وفيما يلي الحجج المؤيدة لتضمين هذه المعاهدات الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية:

- ينبغي حماية الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية، شأنه في ذلك شأن الاستثمار الأجنبي المباشر، لا سيما الحماية من الخسائر التي يمكن أن تنشأ في حالة نزاع الملكية؛
- من الصعب التوصل إلى تمييز واضح المعالم للفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية؛
- إن زيادة تحرير أنظمة الاستثمار أمر يتمشى مع الاتجاه صوب التحرير والعولمة، ومن ثم، فمن شأنه أن يعزز توزيع المدخرات بكفاءة ويخفض التكاليف ويحسن نوعية الخدمات المالية.

وفيما يلي الحجج المعارضة لتضمين المعاهدات الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية:

- من شأن ذلك أن يحد من المرونة في وضع السياسة العامة من جانب حكومات البلدان المضيفة، لا سيما فيما يتعلق بتحرير الحسابات الرأسمالية؛
- بما أن القطاعات المالية في معظم البلدان النامية ضعيفة، فيلزم بعض الوقت لتقوية البنية الأساسية المالية ومعايير عمليتي الرقابة ووضع اللوائح التنظيمية، وإيجاد وإرساء قاعدة من المستثمرين المحليين قبل التحرير الكامل لاستثمارات الحوافز المالية.

٢٠٠٠ تتعلق المجموعة الثانية من المسائل ذات الصلة بأفضل الممارسات التي يتوجب اتباعها للحد من تقلبات تدفقات الحوافز المالية. وعلى الصعيد الدولي، قام مصرف التسويات الدولية بمبادرة للتدقيق في عمليات الإقراض المصرفي لصناديق الاستثمار عالية الاستدانة، كما بادرت مجموعة السبعة إلى إنشاء محفل للاستقرار المالي بغية تحديد الإجراءات اللازمة لمعالجة المسائل المتصلة بالاستقرار المالي والمخاطر النظامية.

وعلى الصعيد الوطني، فبالإضافة إلى الجهود التي بذلت في سبيل تعزيز الأساسيات الاقتصادية المحلية، قامت بلدان مختلفة بتنفيذ مجموعة متنوعة من التدابير التي تشمل: ضرائب المكاسب الرأسمالية التي يتم

التمييز بينها وفقاً لمدة الاستثمار؛ الحد الأدنى لبقاء الاستثمار؛ الاشتراطات الخاصة بالأرصدة الاحتياطية المتعلقة بالتدفقات الوافدة القصيرة الأجل؛ مراقبة ممارسات البيع على المكشوف؛ تقسيم الأسواق المالية إلى قطاعات؛ وضع حدود عليا للاستثمار الأجنبي، وهلمّ جرا. وتستحق مسألة السياسات الضريبية الوطنية اجراء تحليل أكثر تأنياً لأسباب ليس أقلها أن تحركات رأس المال يمكن أن تتأثر بأنظمة ضريبية مختلفة^(٢٩).

(ج) وأخيراً، نتساءل أي نوع من السياسات أو عناصر الدعم يمكن اعتباره معزراً لفرص وصول الأسواق الناشئة إلى بعض أنواع استثمارات الحوافز المالية القادرة على توفير مصادر تمويل مستقرة نسبياً، مثل السندات طويلة الأجل ومتوسطة الأجل (التي يتم إصدارها دولياً ومحلياً) وإصدارات أسهم رأس المال الرئيسية، والإيصالات الوداعية، وصناديق رأس المال الاستثماري، والصناديق القطرية؟ لقد اضطلعت الجهات التي تتولى تقدير درجة الجدارة الائتمانية بدور جوهري في تحديد فرص الوصول إلى الأسواق الرأسمالية. لذلك فمن الأمور الحاسمة جعل تقدير المخاطر التي تتعرض لها الدول خاضعاً لمعايير دقيقة وموضوعية يعرقلها عامة الناس. وقد قدمت المؤسسات المالية متعددة الأطراف مؤخراً ضمانات لمساعدة بعض المقترضين في البلدان الآسيوية على استعادة إمكانية الوصول إلى أسواق السندات الدولية. فهل تستطيع المؤسسات المتعددة الأطراف تعميم سياسة الضمانات هذه على عدد كبير من البلدان مع التسليم بأن هذه السياسة قد تكون مكلفة، نظراً لأن هذه الضمانات تسجل كديون بمبالغ تعادل مبالغ القروض؟ وما هي السياسات الأخرى التي يمكن الأخذ بها لزيادة فرص وصول عدد كبير من البلدان النامية إلى مصادر استثمار مستقرة؟

الحواشي

(١) تبين المعلومات المتعلقة بصافي التدفقات الإجمالية للموارد المتجهة إلى البلدان النامية، على نحو ما ذكرته لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، أن التمويل الإنمائي الرسمي ظل في عام ١٩٨٥ يشكّل ٥٦ في المائة من صافي التدفقات الإجمالية للموارد المتجهة إلى البلدان النامية، مقابل ٢٣ في المائة فقط في عام ١٩٩٧.

(٢) إن عملية تداول سندات تدفقات رأس المال تنم عن حدوث تغييرات هيكلية أساسية في الأسواق المالية الدولية، وعن الدور المتنامي لجهات الاستثمار المؤسسية في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي. انظر الأونكتاد: *نمو أسواق رأس المال المحلية وخاصة في البلدان النامية، وعلاقته بالاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية* (TD/B/COM.2/EM.4/2، ١٩ آذار/مارس ١٩٩٨).

(٣) يستند هذا التحليل إلى دراسة شاملة للعلاقة المتبادلة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية، أعدتها أمانة الأونكتاد للجنة الاستثمار والتكنولوجيا والقضايا المالية المتصلة بذلك. انظر: *"الدراسة الشاملة للعلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافظ المالية"* *Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment and foreign portfolio investment*، وهي دراسة وشبكة الصدور أعدتها أمانة الأونكتاد (UNCTAD/GDS/GFSB/5).

(٤) انظر صندوق النقد الدولي: *"دليل ميزان المدفوعات"* الطبعة الخامسة، *Balance-of-Payments Manual*, Fifth edition.

(٥) إجمالاً، أبدى ٣٧ بلداً استعدادهم للمشاركة في الدراسة الاستقصائية المتسقة، التي من المتوقع أن تكون متاحة قبل نهاية عام ١٩٩٩.

(٦) تختلف أحياناً بيانات تدفقات رأس المال التي تبليغ عنها المصارف المركزية الوطنية عن البيانات التي يبليغ عنها صندوق النقد الدولي. وقد وجدت أمانة الأونكتاد أوجه تضارب بين مصدري البيانات هذين فيما يتعلق ببعض البلدان.

(٧) للاطلاع على توضيحات مفصلة لهذه القيود، انظر الأونكتاد: *دراسة شاملة عن الترابط بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في حوافظ الاستثمار، UNCTAD: Comprehensive study of the interrelationship between FDI and FPI*.

(٨) انظر: John Rea: "United States emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", *Perspective*, Investment Company Institute, December 1996.

الحواشي (تابع)

(٩) للاطلاع على دراسة نقدية لهذه المنهجية، انظر الأونكتاد: "دراسة شاملة...". UNCTAD: *Coprehensive study...*

(١٠) هذه البلدان الـ ٣٠ هي البلدان التي أبلغت بيانات عن الاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٧. وهي، في أفريقيا: تونس، جنوب أفريقيا، السنغال، مصر، المغرب، نيجيريا؛ وفي آسيا: إندونيسيا، بنغلاديش، تايلند، جمهورية كوريا، سنغافورة، الصين، الفلبين، الكويت، ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الهند؛ وفي أوروبا الشرقية: الاتحاد الروسي، بولندا، الجمهورية التشيكية، سلوفينيا، هنغاريا؛ وفي أمريكا اللاتينية: الأرجنتين، أوروغواي، البرازيل، بيرو، شيلي، فنزويلا، كولومبيا، المكسيك. وللاطلاع على تحليل أكثر تفصيلاً لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية فيما يتعلق بهذه البلدان، انظر الأونكتاد، *الدراسة الشاملة*.

(١١) هذه البلدان التسعة هي: في أفريقيا: جنوب أفريقيا؛ وفي آسيا: تايلند، جمهورية كوريا، الفلبين، الهند؛ وفي أمريكا اللاتينية: الأرجنتين، أوروغواي، البرازيل، المكسيك.

(١٢) تختلف هذه الحصة بين المناطق: فتبلغ نسبتها ٧,٣ في المائة لأفريقيا، و١٢,٨ في المائة لمنطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، و٨,٣ في المائة لجنوب وشرق وجنوب شرقي آسيا، و٧,٥ في المائة لأوروبا الوسطى والشرقية. انظر: الأونكتاد، *تقرير الاستثمار العالمي لعام ١٩٩٨*، الجدول المرفق بـ ٥ - ٥.

(١٣) انظر الأونكتاد: *World Investment Report 1998, Chapter 1, section 3: Mergers and Acquisitions*, pp. 19-23.

(١٤) يورد مصرف التسويات الدولية البيانات المتعلقة بالاصدارات الدولية للأسهم وسندات المديونية في نشرته ربع السنوية *Quarterly Review on International Banking and Financial Market Developments*. وقد أصدرت البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية أسهماً دولية بما قيمته ١٥ مليار دولار في عام ١٩٩٦ و٢٩,٣ مليار دولار في عام ١٩٩٧ و١١,٢ مليار دولار في عام ١٩٩٨؛ وأصدرت هذه البلدان كذلك سندات مديونية دولية قيمتها ٨٨,١ مليار دولار في عام ١٩٩٦ و٨٩,٢ مليار دولار في عام ١٩٩٧ و٣٧,١ مليار دولار في عام ١٩٩٨.

(١٥) انظر البنك الدولي: *Global Development Finance, 1998*, p.13.

(١٦) انظر: المؤسسة المالية الدولية: *Emerging Stock Markets, Factbook 1998*.

الحواشي (تابع)

(١٧) للاطلاع على مناقشة أكثر تفصيلاً لمهام النظام المالي الفعال ودور أسواق الأوراق المالية، انظر الأونكتاد: "الاستثمار الأجنبي في رأس المال السهمي بواسطة حافظة الأوراق المالية في البلدان النامية: القضايا الراهنة والتوقعات" (TD/B/WG.1/11، ٢٦ تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٣).

(١٨) يجري أيضاً تحليل لما يقدمه الاستثمار الأجنبي في الحواظ المالية من مساهمة في تنمية أسواق رأس المال المحلية في: الأونكتاد: *The developing growth of domestic capital markets, particularly in countries, and its relationship with foreign portfolio investment*.

(١٩) البلدان الـ ١٠ المستفيدة والمتلقية لأكبر قدر من الاستثمار هي: الاتحاد الروسي، البرازيل، تايلند، مقاطعة تايوان الصينية، جمهورية كوريا، جنوب أفريقيا، شيلي، الصين، المكسيك، الهند. وتتلقى هذه البلدان أيضاً أكبر قدر من الاستثمار الأجنبي المباشر.

(٢٠) انظر *Dunning, J.H. Multinational Enterprises and the Global Economy (Wokingham: Addison-Wesley, 1993)*.

(٢١) للاطلاع على تحليل مفصل لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر، انظر الأونكتاد: *World Investment Report 1998, Chapter IV, Host country determinants of Foreign Direct Investment*.

(٢٢) انظر: *Financial Times: "High risk, low returns", 21/22 March 1998 (Comments and analysis)*.

(٢٣) سترد الاجابات على استبيان الأونكتاد بمزيد من التفصيل في تقرير سيصدره الأونكتاد قريباً بعنوان: "دراسة شاملة". ولقد رد على هذا الاستبيان مديرو ١١ من صناديق الأسواق الناشئة و ١٠ من صناديق الأسواق العالمية.

(٢٤) ومما يستلفت النظر أيضاً أن الصناديق العالمية تعتمد عادة استراتيجية للاستثمار تقوم على مبدأ "من القيمة إلى القاعدة" (بمعنى أنها تنظر أولاً إلى بيئة الاقتصاد الكلي)، بينما تعتمد الصناديق المتخصصة للأسواق الناشئة استراتيجية تقوم على مبدأ "من القاعدة إلى القمة" (أي النظر أولاً إلى الشركات).

الحواشي (تابع)

(٢٥) قدم معهد التمويل الدولي تقديرات بشأن التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الناشئة تبين قيماً للاستثمار الأجنبي المباشر بلغت ١١١ مليار دولار في عام ١٩٩٨ و ١٠٣,٩ مليار دولار في عام ١٩٩٩؛ وقيماً للاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية بلغت ١١٨,٣ مليار دولار في عام ١٩٩٧ و ٥٠,٧ مليار دولار في عام ١٩٩٨ و ٤٤,٣ مليار دولار في عام ١٩٩٩؛ وإقراضاً مصرفياً يعادل ١٢١,٠ مليار دولار في عام ١٩٩٦ و ٢٤.٨ مليار دولار في عام ١٩٩٧ و -٩,٧ مليار دولار في عام ١٩٩٨ و -٨,٢ مليار دولار في عام ١٩٩٩. وتجدد ملاحظة أن هذه التقديرات أولية تماماً. انظر Institute of International Finance: "Capital Flows to Emerging Market Economies", 27 January 1999.

(٢٦) انظر الأونكتاد: "Foreign portfolio investment: implucations for the growth of emerging capital markets (UNCTAD/GDS/GFSB/3), 22 May 1998، والأونكتاد: نمو أسواق رأس المال المحلية، وخاصة في البلدان النامية، وعلاقته بالاستثمار الأجنبي في الحوافز المالية.

(٢٧) للاطلاع على استعراض لسلوك الشركات عبر الوطنية والتدفقات المالية، انظر Richard E. Caves: *Multinational Enterprises and Economic Analysis, second edition* (Cambeidge University Press, 1996), Chapter 6, pp. 133-161

(٢٨) للاطلاع على مناقشة وتحليل أكثر تفصيلاً للآثار المترتبة على السياسة العامة، انظر الأونكتاد: دراسة شاملة.

(٢٩) انظر Valpy Fitzgerald: "Global Capital Market Volatility and Developing Countries", IDS Bulletin Vol. 30, No.1, 199 (Institute of Development Studies, Sussex, 1999).