



# تعريف الاستثمار

الاستثمار هو التغير في رصيد رأس المال خلال فترة زمنية محددة. وعلى ذلك فإن الاستثمار على خلاف رأس المال يمثل تدفق وليس رصيد قائم. وهذا يعني أنه في حين يقاس رأس المال عند نقطة زمنية محددة ، فإن الاستثمار يمكن قياسه خلال فترة زمنية معينة .

فمثلا ، لو تساءلنا ما هو رأس المال الآن ؟ ، ربما كانت الإجابة IO بليون دينار . ولكن لو تساءلنا ما هو الاستثمار الآن ؟ فلا يمكن الإجابة على هذا السؤال لأن قياس التدفقات يعتمد على فترة زمنية . ولذلك يمكننا الإجابة على سؤال ما هو الاستثمار خلال ثلاثة أشهر أو خلال سنة مثلا ، وعلى ذلك، يمكن قياس الاستثمار خلال فترة زمنية بالفرق بين رصيد رأس المال في نهاية هذه الفترة والرصيد في بداية تلك الفترة .

فالاستثمار خلال فترة زمنية  $t$  يمكن صياغته على أنه :

$$I_t = K_t - (1 - \delta)K_{t-1}$$

حيث أن  $\delta$  تمثل معدل الإهلاك (هذه المعادلة معروفة من خلال نموذج Solow للنمو) حيث  $K_t$  ترمز لرصيد رأس المال في نهاية الفترة  $t$ ،  $K_{t-1}$  ترمز لرصيد رأس المال في نهاية الفترة  $t-1$ . ويمثل الاستثمار الإضافية إلى رأس المال القائم (بعد الأخذ بعين الاعتبار اهلاك رأس المال خلال الفترة السابقة)





# أنواع الاستثمار

ينقسم الاستثمار إلى ثلاثة أنواع لأغراض المحاسبة القومية وهي :

1. تكوين رأس المال الثابت Gross Fixed Capital Formation . ويمثل الإنفاق الاستثماري لشركات قطاع الأعمال بغرض تشييد المصانع وشراء السلع الرأسمالية مثل الآلات والمعدات .
2. التغير في المخزون Change in Inventory . ويمثل الطلب على مخزون منتجات تلك الشركات .
3. الاستثمار العقاري Residential-Investment . ويمثل الإنفاق الاستثماري على تشييد المباني السكنية .

وسوف نركز في تناولنا للاستثمار على مفهوم تكوين رأس المال الثابت .



# تطور نظريات الاستثمار

وهناك أسلوبين للتفكير في الاستثمار هما :

(1) وجهة نظر Hayek وتمثل في اختيار الاستثمار كمعدل نحو التوازن ولذلك فإن تحديد المبلغ المثالي للاستثمار يمثل قرار بتحديد سرعة معدل الاستثمار اللازم لتحقيق التوازن . وكمثال على ذلك ، قررت منشأة إنشاء مصنع (قرار يتعلق برصيد رأس المال) ولكن قرارها فيما يتعلق بتحديد سرعة بناء هذا المصنع وكم تخصص لإنفاقها الاستثماري كل شهر مثلا يعتبر قرارها فيما يتعلق بالاستثمار لأنه له اعتبارات مستقلة بذاتها .





## تطور نظريات الاستثمار

ففي حالة منشأة لديها رأس مال يقدر بنحو 10 مليار \$ ، وفي حاجة لزيادة رأس مالها ليصل إلى 15 مليار \$ ، فإن الاستثمارات الجديدة تبلغ 5 مليار \$ .  
وهنا يجب أن نفرق بين حالتين:

(أ) حالة تنفيذ هذا المعدل من الاستثمار في الحال ، وبالتالي فلا يوجد قرار يتعلق بالاستثمار لأن هذه الحالة اقتصرت فقط على تغيير رأس المال من 10 إلى 15 مليار \$ .

(ب) حالة تنفيذ الاستثمار الجديد تدريجياً ، ومن ثم تنشأ الحاجة إلى وضع استراتيجية توزيع مبلغ الاستثمار الجديد (5 مليار \$) على الفترات الزمنية التالية؟ (قرار استثمار).



# تطور نظريات الاستثمار

هناك ثلاثة أساليب لحقن الاستثمارات الجديدة يمكن الاختيار بينها اما الاستثمار بمعدلات ثابتة أو بمعدلات متناقصة أو الاستثمار بمعدلات متزايدة .

هناك عوامل تتحكم في هذا الاختيار (مثل تكلفة النقل والتسليم، أسعار الموردين، تقلبات أسعار الفائدة وتكلفة التمويل، اعتبارات أخرى)، وتجعل بعض الخيارات أفضل من الأخرى . هذه الأساليب المختلفة لتوزيع الاستثمارات الجديدة والعوامل المحددة لها تمثل أساس نظرية Hayek للاستثمار .



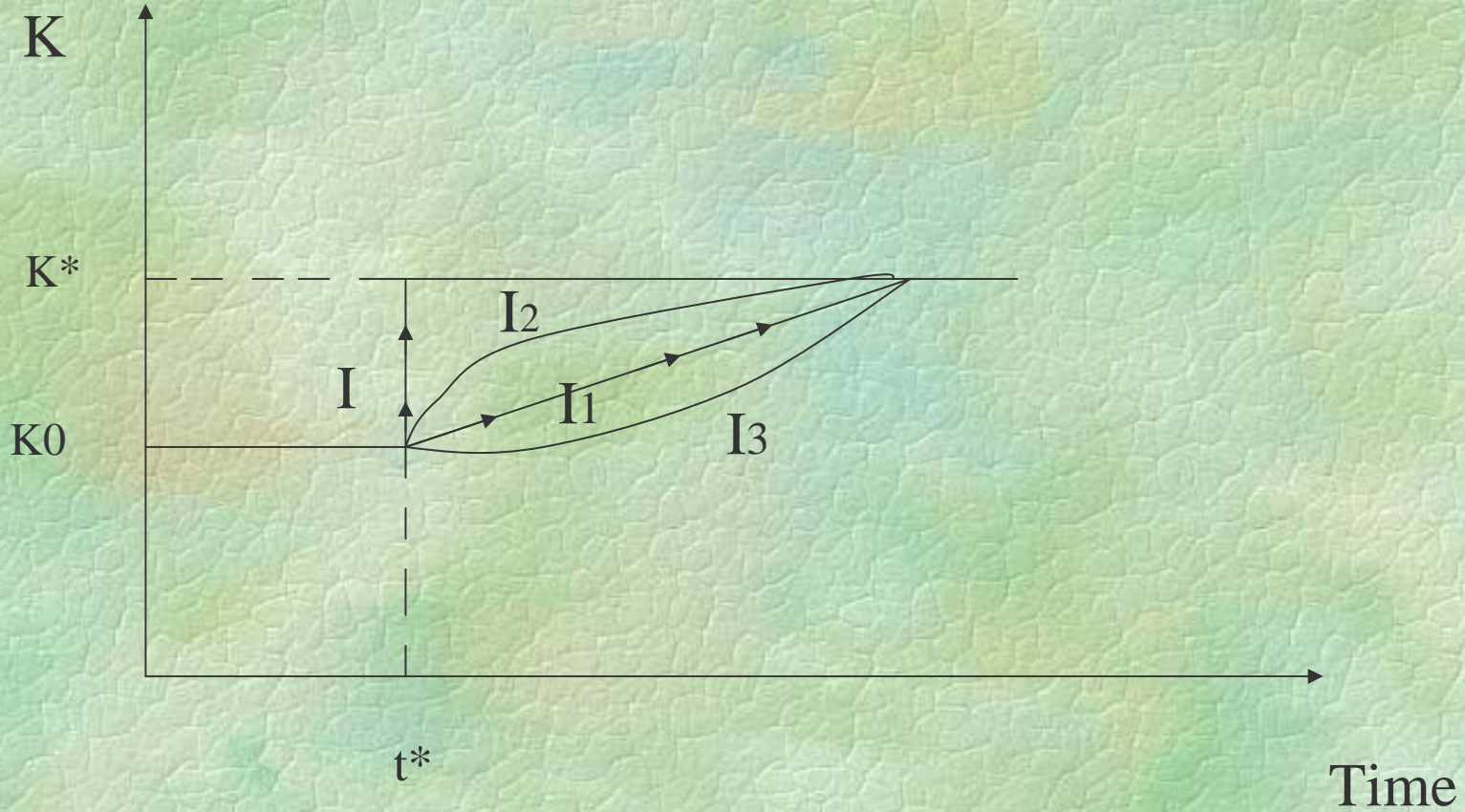


# تطور نظريات الاستثمار

وبين الشكل التالي أسلوب Hayek ، حيث نقطة البداية تمثلها النقطة  $K_0$  ثم عند النقطة  $t^*$  انتقلنا من رصيد رأس المال  $K_0$  إلى الرصيد المرغوب فيه  $K^*$  باستخدام أربعة أساليب تمثلها المسارات  $I_3, I_2, I_1, I$  ، ففي المسار  $I$  كل الاستثمارات الجديدة يتم تنفيذها في الحال ،  $I_1$  (معدلات ثابتة) ،  $I_2$  (معدلات متناقصة) ،  $I_3$  (معدلات متزايدة) .



# تطور نظريات الاستثمار



مسارات الاستثمارات الجديدة وصولاً للرصيد المرغوب فيه لرأس المال





# تطور نظريات الاستثمار

(2) وجهة نظر Keynes (1936)

تعتمد على الجانب السلوكي لقرار الاستثمار حيث يعتمد على سلوك أصحاب رأس المال . وقد قاد هذا أصحاب الفكر الكينزي إلى عدم الاهتمام بدور قرار رأس المال . ويعني ذلك أن كينز اعتبر أن قرار الاستثمار هو القرار المهيمن ، وأن رصيد رأس المال إنما يتحدد وفقا لنمط الاستثمار وليس هناك حاجة لتحديد مستواه الأمثل مسبقا .



# تطور نظريات الاستثمار

ترجع صعوبة التوفيق بين نظرية رأس المال (الارصدة) ونظرية الإستثمار (التدفقات) إلى عدم القدرة على المزج بين مفهوم Fisher الذي يرى أن سعر الفائدة يتحدد بمقدار التدفق الاستثماري (الاقتصاد الكلي) ، ومفهوم Clark الذي يرى أن سعر الفائدة يتحدد بمقدار رصيد رأس المال (الاقتصاد الجزئي).





# تطور نظريات الاستثمار

## النظرية النيوكلاسيكية

قدمت نموذج محددات الرصيد الامثل لرأس المال ولم تقدم نموذج محددات الاستثمار (معدل سرعة المشروع الاستثمارى فى الانتقال من الرصيد الحالى الى الرصيد الامثل لرأس المال).

اكتشف النيوكلاسيك ان الرصيد الامثل لرأس المال يتحدد عند تساوى الانتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفة رأس المال (سعر الفائدة الحقيقى) وعند هذه النقطة تصبح الاستثمارات الجديدة = صفر ويتوقف التراكم الرأسمالى عند هذا الحد.



# تطور نظريات الاستثمار

## نظرية تكلفة التعديل الحدية Marginal Adjustment Costs

تنطوي النظرية على ان المشروعات تتبع اسلوب الوصول التدريجي الى الرصيد الامثل لرأس المال تحكمها في ذلك التكلفة الحدية لرأس المال (سعر السلع الاستثمارية) التي ترتبط عكسيا مع الكفاءة الحدية للاستثمار. وبالتالي كلما زاد الاستثمار ارتفعت التكلفة الحدية لرأس المال وانخفضت الكفاءة الحدية للاستثمار حتى تصل الى مستوى سعر الفائدة الحقيقي عندها نصل الى المستوى الامثل لرأس المال .

يفرض ان الكفاءة الحدية للاستثمار MEI تمثل معدل العائد على المشروع الجديد وتساوي الفرق بين الانتاجية الحدية لرأس المال MPK والتكلفة الحدية لرأس المال .MAC





## تطور نظريات الاستثمار

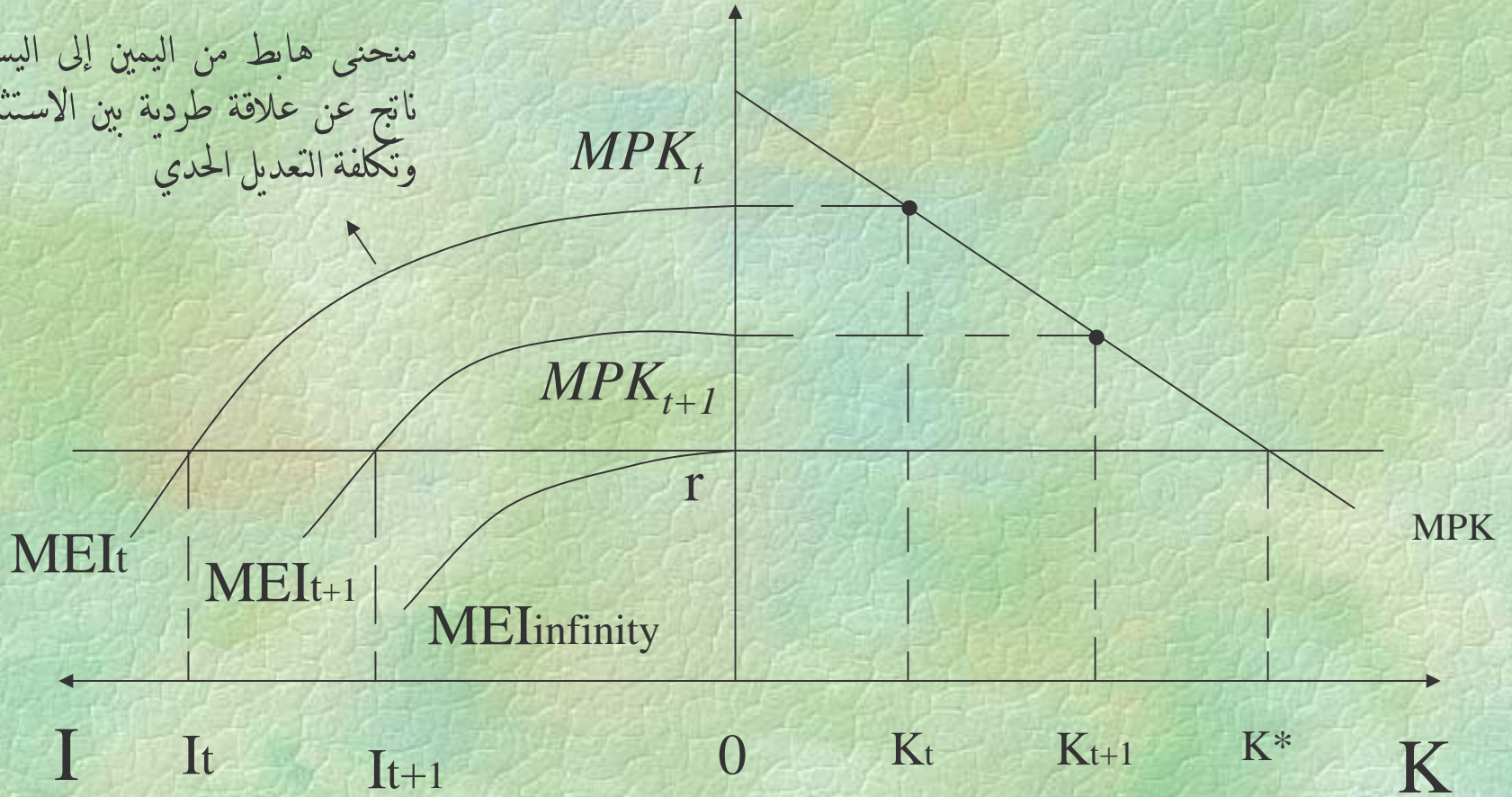
فيمكن ملاحظة ذلك من الشكل التالي حيث تدفق الاستثمارات الجديدة خلال كل فترة زمنية بما يمثل تراكم رأسمالي بمعدلاتٍ بطيئة حتى تصل إلى المستوى الأمثل لرأس المال ( $K^*$ ). ويمكن ملاحظة أيضا أن منحنيات MEI تتراجع بشكل متتالي عبر الفترات الزمنية المتعاقبة مما يعني ضمنا أن التدفق الاستثماري يتناقص كميته بمعنى أن  $I_t$  أكبر من  $I_{t+1}$

وعند المستوى الأمثل لرأس المال فإن معدل الإنتاجية الحدية لرأس المال المقابل لهذا المستوى يتساوى مع سعر الفائدة السائد  $r$ . ولذلك فإن منحنى MEI يعني تساوي MEI مع سعر الفائدة عند مستوى استثمار جديد = صفر ومن ثم فإن العملية تقف عند هذا المستوى. وعند هذه النقطة، تتحقق صلاحية كل من مفهوم فيشر ( $MEI=r$ ) ومفهوم كلارك ( $MPK=r$ ).



# تطور نظريات الاستثمار

منحنى هابط من اليمين إلى اليسار  
ناتج عن علاقة طردية بين الاستثمار  
وتكلفة التعديل الحدي







# تطور نظريات الاستثمار

وفي ضوء ذلك نستخلص الأتي:

- إن الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة يمثل القوة وراء نمو رصيد رأس المال أو تراجعها . وعندما يحتفى هذا الفرق فقط ، فان صافي الاستثمار = صفرا وعندها يتساوى كل من  $(r, MEI, MPK)$



## تطور نظريات الاستثمار

أن آية الوصول إلى المستوى الأمثل لرصيد رأس المال تعتمد على وجود تكلفة التعديل التي تسبب عدم التوازن ومن ثم تستمر عملية الاستثمار كل فترة زمنية . وإن سرعة التعديل تعتمد تماما على مرونة منحني MEI التي تعتمد بدورها على مرونة منحني العرض للسلع الرأسمالية الصناعية . فإذا كان العرض غير مرن ، فإن منحني MEI سوف يميل أكثر لاتخاذ وضعاً أفقياً ، ومن ثم يستلزم استغراق وقت أطول للوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال . وفي حالة ارتفاع مرونة عرض السلع الرأسمالية (بمعنى العرض يستطيع استيعاب أية زيادة في الطلب على السلع الرأسمالية) ، فإن مرونة منحني MEI سوف يكون ذو مرونة شبيهة لمرونة العرض وأن تكلفة التعديل سوف تكون فورية وعليه فإنه يمكن القول أن صافي الاستثمار دالة في  $(r, MEI)$  .





# تطور نظريات الاستثمار

## نظرية Tobin's Q للاستثمار

وفقا للنظرية التي تعد في نفس إطار الفكر النيوكلاسيكي Tobin - 1969 - فإن نسبة Q هي القوى المحركة وراء الاستثمار وتحسب بقسمة القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على تكلفة إحلاله . وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح ، كلما كان الاستثمار مربحا بمعدل استثمار يمثل دالة متزايدة في هذه النسبة. وقد ادعى Tobin أن تزايد التكلفة الحدية للاستثمار تعتبر السبب وراء اختلاف نسبة Q عن الواحد الصحيح .



# تطور نظريات الاستثمار

## الكبح والعمق المالي :

ثمة أسلوب آخر (1979- McKinnon ، Shaw -1973) يعتمد على العمق المالي وأسعار فائدة مرتفعة لتحفيز النمو الاقتصادي. واستند ادعائهم على أن الاقتصادات النامية غالبا ما تعاني من ظاهرة الكبح المالي (التي تعني بوجه عام تحديد أسعار الفائدة إداريا عند مستويات منخفضة) الناجمة عن عدم وجود أوعية ادخارية متطورة وبالتالي فإن الاستثمار يتوقف على قدرة الأفراد على الادخار الذاتي (الاستثمار والادخار الذاتي). مما يعني ان تحفيز الادخار والاستثمار يستوجب تحرير أسعار الفائدة مما يؤدي إلى زيادة الادخار والائتمان، كذلك التخصيص الكفء للموارد المالية لدى القطاع المالي بما يسهم حتما إلى معدلات نمو اقتصادي أعلى. ووفقا لذلك، فإن الاستثمار يتناسب طرديا مع سعر الفائدة الحقيقي (عكس وجهة نظر النيوكلاسيك). ويمكن تفسير ذلك بزيادة الحافز وراء الادخار في ظل أسعار فائدة مرتفعة من خلال الوسطاء الماليين ومن ثم تزداد الموارد المالية المتاحة للاستثمار.





# تطور نظريات الاستثمار

## عدم اليقين Uncertainty:

أدخلت الأدبيات الحديثة عنصر عدم اليقين في نظريات الطلب على الاستثمار بفعل عدم قابلية القرار الاستثماري للرجوع فيه Pindyck-1991- وأساس هذه الحجة أن السلع الرأسمالية غالباً ما تمثل قرار المشروع وعادة ما تنخفض قيمتها إذا ما تقرر إعادة بيعها فإن الرجوع في القرار الاستثماري بعد تحمل تكاليف بداية المشروع يكون أكثر كلفة من الاستثمار الإيجابي .

ونادى Pindyck بتعديل قاعدة صافي القيمة الحالية (التي توصي بالاستثمار في حالة أن يكون قيمة وحدة رأس المال تساوي على الأقل تكلفتها) في حالة القرار استثماري الذي لا يمكن الرجوع فيه وذلك لصعوبة قرار تصفية المشروع بعد إقامته وخاصة لو تغيرت شروط السوق بشكل عكسي . وعلى ذلك فإن قيمة الوحدة من رأس المال يجب أن تتعدى تكلفة الشراء والتركيب بمبلغ يتساوى مع تكلفة الاستمرار في الاستثمار .



## تطور نظريات الاستثمار

ثم جاء Rodrik (عام 1991) ليدخل عنصر آخر لعدم التيقن وهو عدم التيقن من السياسات المتبعة كمحدد من محددات الاستثمار الخاص . فعندما يتم انتهاج سياسة الإصلاح ، يكون من الصعوبة للقطاع الخاص أن يتنبأ باستمرارية هذه السياسة ، ويرجع ذلك الى عدد من الأسباب - من ضمنها- التخوف من أن تؤدي النتائج غير المتوقعة للإصلاح الى تغيير السياسة الجديدة أو العودة للسياسات السابقة . ومن ثم فإن السياسة الرشيدة من قبل المستثمرين في هذا الوقت تتطلب الانتظار لحين توفر درجة كبيرة من التيقن .





# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

تتكون النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت من النماذج الآتية :

1. نموذج المعجل .
2. نموذج التدفقات النقدية .
3. النموذج النيوكلاسيكي .
4. نموذج تقييم الأدوات المالية .



# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

أولاً : نموذج المعجل المعمم:

يفترض النموذج أن الرصيد الأمثل لرأس المال هو مضاعف ثابت من الناتج وأن التكلفة المصاحبة لتعديل رأس المال الفعلي ليصل إلى رأس المال الأمثل كبيرة وأن إحلال رأس مال جديد محل رأس المال المتهاك يعتمد على المستوى الحالي والسابق للناتج . وفي ضوء ذلك تم اشتقاق النموذج كالاتي :

$$I_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^n \beta_1 X_{t-1} + \delta K_{t-1} + e_t$$

- حيث  $I_t$  إجمالي الإنفاق الاستثماري الحقيقي المخطط للفترة الحالية .
- $\beta_0$  صافي الاستثمار الحقيقي يتم تحديده بمتغيرات لم يتضمنها النموذج .
- $X_{t-1}$  الناتج خلال الفترة السابقة أو مؤشر لمستوى النشاط الاقتصادي .
- $\delta K_{t-1}$  الاستثمار الجديد الذي حل محل الاستثمار المتهاك .





# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

## ثانياً: نموذج التدفقات النقدية

هو نفس النموذج السابق بإضافة متغير يمثل التغير على التدفقات النقدية الحقيقية لفترة إبطاء واحدة . ومن المفهوم أن التدفقات النقدية الحقيقية ما هي إلا التدفقات النقدية الاسمية مقسومة على رقم قياسي مناسب لمستوى الأسعار . أما التدفقات النقدية الاسمية فهي عبارة عن مجموع قيمة الإهلاك ، الأرباح بعد استقطاع الضرائب ، والتغير في مستوى المخزون الناجم فقط عن تغير الأسعار .



# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

## ثالثا: نموذج النيوكلاسيك

رأى بعض الاقتصاديون أن كلا من النموذجين المذكورين أعلاه غير كافيين حيث لم يتضمنا سعر المنتج النهائي وأسعار مدخلات الإنتاج أخذاً في الاعتبار أن المنشأة التي ترغب في تعظيم أرباحها يجب أن تهتم بأسعار مدخلات الإنتاج ومنتجها النهائي .

$$I_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^n \beta_i \alpha' \left( \frac{PX}{C} \right)_{t-1} + \delta K_{t-1} + e_t$$

حيث P سعر المنتج النهائي  
C تكلفة رأس المال = سعر الفائدة الإسمي طويل الأجل + معدل الإهلاك -  
معدل التضخم .  
 $\alpha'$  حصة رأس المال في الناتج .





# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

## رابعاً: نموذج تقييم الأوراق المالية

يقوم النموذج على فرضية أساسية تتمثل في أن مالكي المنشأة يهتمون بإدارة أصولها المستثمرة في الأدوات المالية (أدوات حقوق الملكية، السندات، رأس المال التشغيلي... الخ) بهدف تعظيم قيمة مساهمتهم في حقوق الملكية، وعلى ذلك فإن مالكي المنشأة سوف يقومون بإصدار أدوات حقوق ملكية جديدة واستخدام حصيلة الاكتتاب لشراء سلع رأسمالية إضافية في حالة ما .

إذا كانت القيمة السوقية لأدوات حقوق الملكية للمنشأة تتعدى تكلفة إحلال السلع الرأسمالية، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للمنشأة. وعلى ذلك فإن المحدد الأساسي في دالة الطلب على الاستثمار يتمثل في النسبة بين القيمة السوقية لأدواتها المالية إلى تكلفة إحلال السلع الرأسمالية (q ratio).



# نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

مثال : افترض أن أصول المنشأة تتكون من 10 وحدات من المعدات بتكلفة 1000 دولار لكل وحدة في حالة شرائها اليوم. وإن الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية للمنشأة تتكون من 500 سهم ، 10 سندات بسعر 10 دولار للسهم ، 100 دولار لكل سند في السوق .

$$q \text{ ratio} = [(500 \times \$10 + 10 \times \$1000) / (10 \times \$1000)] = 1.5$$

q ratio =

لاحظ إذا ارتفع سعر الفائدة ، فإن القيمة السوقية لسندات المنشأة سوف تنخفض (افترض إلى 900 \$ لكل سند) وبالتالي فإن نسبة q سوف تنخفض لتبلغ 1.4 وحيث أن النسبة تتجاوز الواحد الصحيح ، فإن ذلك يعني قدرة المنشأة على إصدار أسهم أو سندات جديدة واستخدام الحصيلة لشراء الآلات ومعدات جديدة بهدف زيادة الأرباح ومن ثم زيادة صافي قيمة المنشأة .





# محددات الاستثمار الخاص

في ضوء المناقشات السابقة فإن محددات الاستثمار الخاص تمثل في الآتي:

– المتغيرات الكينزية وتتضمن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، والتكلفة الداخلية (مثل التغير في الأثمان الموجه إلى القطاع الخاص) ، والطاقة المستغلة .

– المتغيرات النيوكلاسيكية وتتضمن نسبة  $Tobin's q$  ، وسعر الفائدة الحقيقي ، وتكلفة رأس المال (معدل الأهلاك والمكاسب والخسائر الرأسمالية) ، ونسبة الاستثمار العام .

– متغيرات عدم التيقن، وعدم الاستقرار الاقتصادي الناجم عن السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة (مثال: ارتفاع معدلات التضخم، وتقلباتها) .



# سلوك الاستثمار الخاص في الدول النامية

على الرغم من أهمية الاستثمار الخاص للاقتصادات النامية إلا أن محدداته لم تحظ إلا بالقليل من الدراسات . وقد يرجع ذلك إلى عدم توافر البيانات من جهة والاعتماد بدرجة أكبر على الاستثمار العام من جهة أخرى في ظل الأهمية النسبية الطاغية لمشروعات القطاع العام مقارنة بالقطاع الخاص في الدول النامية . هذا بالإضافة إلى الحاجة إلى إعادة صياغة نظريات الاستثمار التي تلائم اقتصاديات الدول المتقدمة ولا تلائم الهياكل الاقتصادية للاقتصادات النامية . وترجع الحاجة إلى إعادة صياغة هذه النظريات لتلائم الاقتصادات النامية إلى العديد من الأسباب نورد أهمها في الآتي :





# سلوك الاستثمار الخاص في الدول النامية

أولاً : أن تأثر سلوك الاستثمار بالمتغيرات المالية يجعل دالة الاستثمار تعتمد بدرجة كبيرة على البيئة المؤسسية للنظام المالي . وهو ما قد لا تتوفر لدى الدول النامية ، فغياب سوق أدوات حقوق الملكية وانتشار ظاهرة الكبح المالي في العالم النامي يعني عدم قابلية تطبيق كل من دالتي  $Tobin's q$  ، والمعجل المرن (نموذج النيوكلاسيك) .

ثانياً : نظراً لأهمية الواردات من السلع الرأسمالية والوسيلة في الدول النامية ، فإن ترشيد استخدام الموارد من النقد الأجنبي وسعر الصرف الموازي يعتبران من أهم محددات الاستثمار الخاص في الدول النامية .



## سلوك الاستثمار الخاص في الدول النامية

ثالثاً : نظراً لإعتماد معظم الدول النامية على الاقتراض الخارجي لتمويل برامج التنمية لديها أو بمعنى آخر لردم فجوة التمويل المحلي ، فإن تراكم الدين الخارجي له أثر على الاستثمار الخاص من خلال تخوف المستثمرين بفرض ضرائب في المستقبل لأغراض سداد هذه المديونية Debt Overhang Effect .

رابعاً : أن الدور الكبير الذي يلعبه الاستثمار الحكومي والعام يقترح تحديد العلاقة المكتملة أو المنافسة فيما بين الاستثمار الخاص والاستثمار العام . فربما يتعرض الاستثمار الخاص لمزاحمة ومنافسة الاستثمار العام سواء من خلال تخصيص أكبر للموارد للاستثمار العام (سواء أكانت من خلال حصيلة الضرائب أو إصدار أدوات الدين المحلي أو التمويل التضخمي) أو دخول الاستثمار العام في مجال تنافسي للقطاع الخاص . ومن جهة أخرى قد يقدم الإستثمار العام الدعم للاستثمار الخاص من خلال تنفيذ مشروعات البنية الأساسية والسلع العامة .





# محددات الاستثمار الخاص في الدول النامية

- (1) توفر الائتمان المحلي .
- (2) مدى توافر النقد الأجنبي .
- (3) تحركات سعر الصرف الحقيقي .
- (4) مستوى الاستثمار العام
- (5) درجة تقلبات الاقتصاد على المستوى الكلي (الاستقرار الاقتصادي) .
- (6) ارتفاع المديونية الخارجية للاقتصاد .
- (7) حالة توزيع الدخل يؤثر أيضاً في القرار الاستثماري من خلال التأثير في معدل الربحية ومستوى الطلب الكلي وعدم الاستقرار السياسي والاجتماعي .



## توفر الائتمان المحلي

إن عدم أو نقص تطوير أسواق المال (خاصة أدوات حقوق الملكية) تجعل المشروعات أو الشركات تعتمد بدرجة عالية على الائتمان المصرفي ليس فقط لاحتياجات رأس المال التشغيلي (مثل احتياجات دفع أجور العمال وشراء المواد الخام الخ) ولكن أيضا لاحتياجات التمويل طويل الأجل (التراكم الرأسمالي) .

وفي الاقتصادات حيث أسعار الفائدة تحدد بالقرارات الإدارية (مما ينتج عنه أسعار فائدة حقيقية سالبة) فإن ذلك يسفر عن وجود طلب زائد على الائتمان المصرفي مما يدفع المصارف لتقنين منح القروض . ونظرا لأن تلك المصارف قد تعاني من نقص المعلومات عن جودة المشروعات الاستثمارية ، فإن تقنين الائتمان المصرفي قد يكون سياسة داخلية للمصارف . وفي مثل هذه الحالات ، فإنه يجب اعتبار كمية الائتمان المصرفي المتاحة وليس أسعار الفائدة هي المحدد للاستثمار .





## مدى توافر النقد الأجنبي

من المفهوم أن السلع الرأسمالية مثل الآلات والمعدات التي تحتاجها الاقتصادات النامية غالباً ما يتم استيرادها من الخارج. وبذلك تنشأ الحاجة إلى النقد الأجنبي (لسداد ثمن هذه الواردات) الذي ربما لا يكون متاحاً أو متوافراً كنتيجة لاختلالات ميزان المدفوعات أو بسبب الأولويات الاقتصادية أو الضروريات - مثل سداد أعباء خدمة الدين الخارجي - مما يؤثر على القرار الاستثماري .



## سعر الصرف الحقيقي

سعر الصرف الحقيقي (الذي يتم قياسه بسعر السلع غير القابلة للتجارة الدولية نسبة إلى سعر السلع القابلة للتجارة الدولية) يؤثر في الاستثمار الخاص من خلال قناتي العرض والطلب كما يلي :

جانب الطلب : تخفيض سعر الصرف الحقيقي الناجم عن تخفيض في سعر الصرف الاسمي يؤدي إلى تراجع القيمة الحقيقية لثروة القطاع الخاص وبالتالي الإنفاق الخاص من خلال تأثير هذا التخفيض على المستوى العام للأسعار وبالتالي فإن الانخفاض في الاستيعاب المحلي ربما يدفع الشركات لمراجعة توقعاتهم المستقبلية عن الطلب ومن ثم تخفيض استثماراتهم من خلال اثر المعجل .

جانب العرض : نظرا لأن تخفيض سعر الصرف الحقيقي يرفع من سعر المنتجات القابلة للتجارة الدولي (معبرا عنها بالعملة المحلية) بالنسبة لسعر المنتجات غير القابلة للتجارة الدولي ، ربما تشجع ذلك الاستثمار في قطاعات التجارة الدولية ويثبط من استثمارات القطاعات المحلية غير القابلة للتجارة الدولية .



## الاستثمار العام

إن تأثير الاستثمار العام على الاستثمار الخاص يعتبر مبهماً . ويرجع ذلك إلى عاملين متضادين هما :

- الاستثمار العام ربما بزيادة عجز الموازنة يزاحم الاستثمار الخاص بتقليل الائتمان المتاح للقطاع الخاص أو برفع سعر الفائدة .
- الاستثمار العام في مشروعات البنية التحتية (مثل الطاقة ، الاتصالات ، النقل والمواصلات ، الصحة ، التعليم) ربما يكون مكمل للاستثمار الخاص .

## عدم الاستقرار الاقتصادي

هناك العديد من القنوات التي يمكن لعدم الاستقرار الاقتصادي أن تؤثر على الاستثمار الخاص من خلالها مثل :

غالباً ما يتسم عدم الاستقرار الاقتصادي بارتفاع معدلات التضخم مما يثبط الاستثمار الخاص .

تقلبات معدلات التضخم المرتفعة تؤثر سلباً على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشروعات غير المغامرة Risk Averse . وأن عدم اليقين يجعل هذا النوع من الشركات تعيد تخصيص استثماراتها بعيداً عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة ومن ثم ينخفض الاستثمار الخاص .





## تأثير عبء الدين الخارجي

ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي (أو نسبة خدمة الدين الخارجي من الصادرات السلعية والخدمات) تؤثر سلباً على الاستثمار الخاص من خلال قنوات متعددة .

– استخدام الموارد لخدمة الدين العام ربما يجعل الاستثمار الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص .

– ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي (ومن ثم ارتفاع نسبة خدمة الدين الخارجي) ربما تدفع الكيانات الاقتصادية المحلية لتحويل رؤوس أموالهم للخارج بدلاً من ادخارها محلياً ، ويرجع ذلك إلى التخوف من الالتزامات الضريبية المستقبلية لخدمة هذا الدين . ومن ثم تؤثر سلباً على الاستثمار الخاص بصورة مباشرة وغير مباشرة (الأثر غير المباشر ينشأ من ارتفاع تكلفة رأس المال) .



## تابع تأثير عبء الدين الخارجي :

- ارتفاع أعباء خدمة الدين الخارجي يثبط تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك بزيادة احتمال لجوء الحكومة إلى فرض قيود على سداد الالتزامات الخارجية (بما في ذلك دخل الاستثمار الأجنبي المباشر) . وارتفاع درجة تكامل الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاستثمار الخاص المحلي ، فإن تراجع الاستثمار المباشر سوف يؤدي حتماً إلى تراجع الاستثمار المحلي .
- ارتفاع التزامات الشركات المحلية بالعملات الأجنبية يجعلها أكثر عرضة لتحركات وتقلبات سعر الصرف . ومثال على ذلك ، فإن تخفيض سعر الصرف الاسمي يزيد تلقائياً من أعباء الدين ويقلل من صافي ثروة الشركات . كما أن زيادة مخاطر التوقف عن خدمة الدين الخارجي يدفع المصارف إلى تقييد السياسة الائتمانية ومنح القروض مما يثبط الاستثمار .





# القرار الاستثماري على المستويين الجزئي والتجميحي

يعتبر إنشاء المشروع الاستثماري بمثابة عملية زراعة عضو في جسم الاقتصاد القومي ، ومن ثم فسوف يتفاعل مع البيئة الاقتصادية الكلية المحيطة التي يعمل بها . ويعتبر هذا التفاعل مع الظروف الاقتصادية الكلية دالة في السمات والظروف الداخلية للمشروع وبالتالي يجب فحص واختبار هذه العلاقة بشكل منظم ودورى بحيث تصبح جزءا أساسيا لعملية تطوير المشروع على مختلف مراحله .



# القرار الاستثماري على المستويين الجزئي والتجميحي

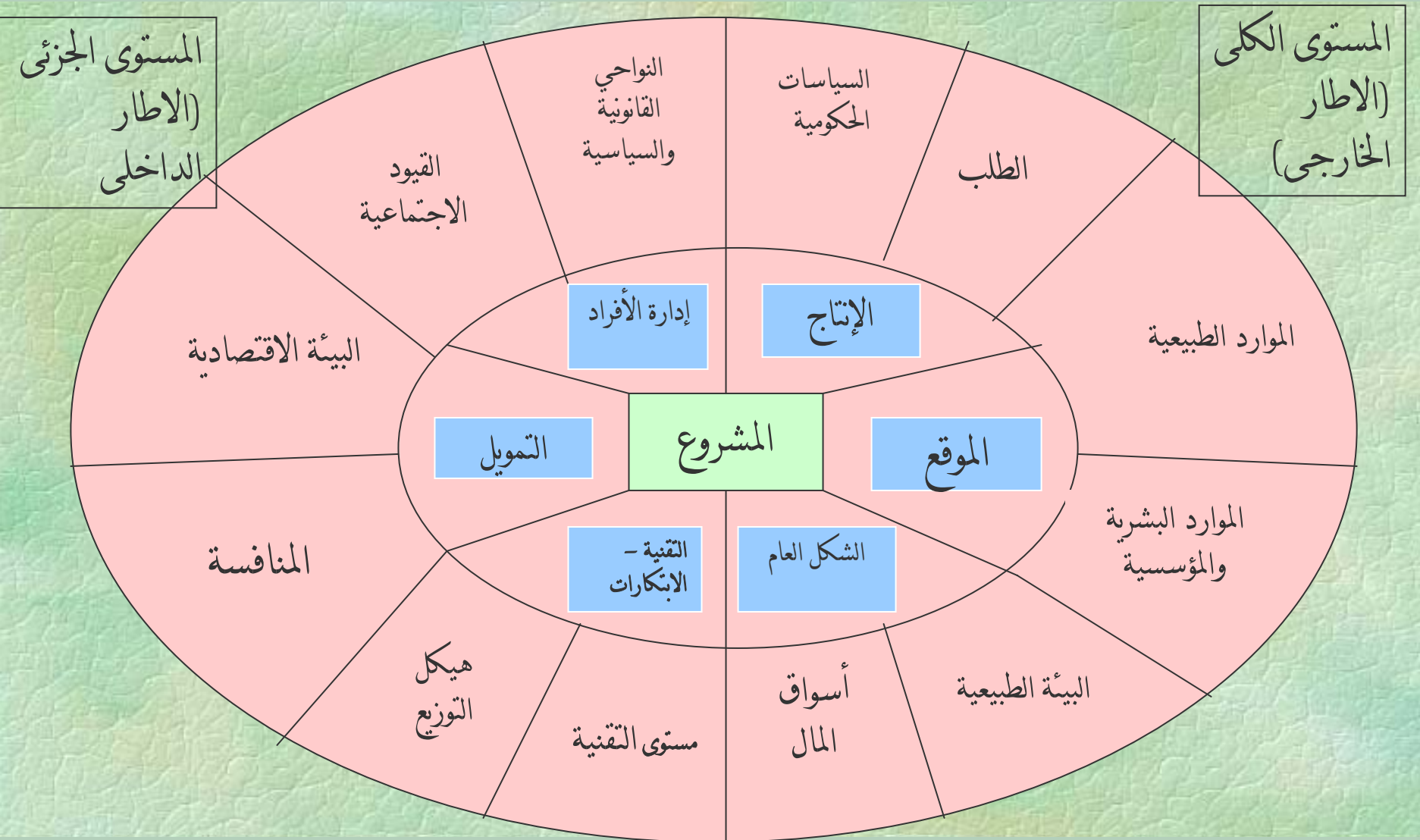
وعلى ذلك فيجب على المستثمر:

- الإلمام بالسياسات الحكومية مثل السياسة الضريبية وسياسة الدعم والأسعار الجبرية - التي قد تنتهجها الحكومة وما يصاحب هذه السياسات من تغييرات متوقعة تؤثر في تصميم المشروع الاستثماري وصناعة القرارات الاستثمارية.
- إدراك العلاقة فيما بين المشروع والاقتصاد الذي يعمل به ، حيث أن تأثير الظواهر الاقتصادية الجزئية أو الكلية يزداد كلما زاد حجم المشروع ونما حجم السلع والخدمات التي يستخدمها المشروع أو يقدمها للاقتصاد ككل . وكلما ارتفعت درجة التأثير الإيجابي للمشروع نحو تحقيق الأهداف المحددة من قبل السلطات سواء على مستوى القطاع أو المستوى القومي ، كلما حظي المشروع على التشجيع والدعم الحكومي .





# بيئة المشروع الاستثماري على المستويين الجزئي والكلّي





# أمثلة عملية على ملائمة وعدم ملائمة البيئة الاستثمارية

تشرح الأمثلة التالية كيف أن أداء المشروعات الاستثمارية يتأثر سلبيا ويتسم بالفقر في ظل مناخ استثماري تسوده حوافز السوق غير الملائمة ، ويغيب عنه دور الاستثمار العام المساند والمكمل للاستثمار الخاص:

## حالة جاميكا:

المشروع : شرعت الحكومة في جاميكا (1973) في تنفيذ مشروعين في نطاق خطة التنمية لديها ، أحدهما مشروع البنية التحتية في الريف (تمهيد الطرق وتنقية وتوصيل مياه الشرب) ، والآخر هو إعادة تأهيل مصانع تكرير السكر المملوكة للقطاع العام .



## السياسات السائدة:

وقد تزامن مع هذا القرار عدد من السياسات الاقتصادية تمثلت في انتهاج سياسة سعر صرف مقدر بأكبر من قيمته الحقيقية ، سياسة تجارة خارجية حمائية بما في ذلك سياسة الرقابة على الواردات وتطبيق نظام التراخيص الاستيرادية وتحديد الاسعار إداريا (الأسعار الجبرية) مما ساهم بدرجة كبيرة في نقص ملحوظ في الواردات من السلع الرأسمالية والوسيلة اللازمة لعملية التنمية.



## النتيجة:

- اقتصار المنفذ من مشروعات تمهيد الطرق على جزء بسيط فقط من المخطط تنفيذه وذلك بسبب النقص الشديد في عدد الشاحنات وقطع غيارها .
- تأجيل تصميم وتنفيذ مشروع توصيل المياه إلى القرى نتيجة لنقص المعدات اللازمة وغياب الإدارة المؤهلة .
- تشييط الاستثمار الخاص في صناعة السكر كنتيجة لمزاحمة حصص شركات القطاع العام من جهة ، وتراجع إنتاج قصب السكر إلى النصف تقريبا كنتيجة للتسعير الجبري من جهة أخرى ، فضلا عن تدهور كفاءة مصانع تكرير السكر نتيجة نقص المعدات والآلات والصيانة والإدارة المؤهلة .





## حالة السودان:

### المشروع :

خلال حقبة السبعينيات ، تم اتخاذ قرار استثماري بإقامة مشروع خاص باستثمارات بلغت ملايين الدولارات لإنتاج لحوم الماشية بهدف التصدير الخارجي والاستهلاك المحلي . وكانت خطة المشروع تستهدف شراء 40 ألف رأس ماشية في السنة وتصدير 80% من الإنتاج السنوي .

## السياسات والنتيجة:

لم يحظ المنتج على الطلب الخارجي المتوقع نتيجة للمغالاة في سعر الصرف ، وفرض ضريبة جمركية على الصادرات مما ساهم في تخفيض إيرادات المشروع المتوقعة .

ومن جهة أخرى ، فقد تعرضت المبيعات المحلية للتسعير الجبري على الرغم من حصول المشروع على مدخلاته بأسعار السوق . وفي سبيل التغلب على مشاكل سياسة البيع بالجملة ، حاول المشروع فتح منافذ خاصة به في الأسواق للبيع بسعر التجزئة ولكن لم يستطع استصدار تراخيص لهذه المنافذ .





## تابع الامثلة

وليت الأمر توقف عند هذا الحد بل امتد ليشمل عدم قدرة الشركة العامة للكهرباء عن الإنتاج بالقدر الكافي (بسبب عدم ملائمة حوافز السوق وعدم كفاية الخدمات العامة) مما دفع إدارة المشروع لشراء مولد كهرباء ولكنه عجز عن توفير الكمية الكافية من وقود الديزل نتيجة لنقص المخصص من النقد الأجنبي . وبالتالي اقتضت دائما مشتريات المشروع من رؤوس الماشية على 10% فقط من الطاقة الاستيعابية للمشروع (40 ألف راس) مما جعل المشروع يحقق خسائر مستمرة حتى أغلق أبوابه في بداية الثمانينات .



## تابع الامثلة

وتوضح حالة شيلي كيف أن المناخ الاستثماري المحلي الذي يتسم بالمنافسة يؤثر ايجابيا على أداء الشركات الاستثمارية ، ففي أواخر حقبة السبعينيات ، أقام المستثمر توماس جوميز مصنع مكون من غرفتين لإنتاج الأحذية الجلدية . وفي هذا الوقت كانت المنافسة المحلية لهذه الصناعة على أشدها . وقد قرر التركيز على جودة المنتج والتسويق المحلي نظراً لسعر الصرف المغالى فيه وارتفاع التعريفات الجمركية على الواردات المنافسة . وفي أعقاب تحرير التجارة الخارجية في بداية الثمانينات ، استطاع المصنع أن يصدر 20% من إنتاجه نتيجة لارتفاع جودة المنتج وانخفاض تكلفته . وفي عام 1991 نجح المصنع في تصدير 80% من إنتاجه أي 2.5 مليون \$ أو 10/1 من صادرات شيلي من الأحذية آنذاك فضلا عن توفير فرص عمل لنحو 350 عامل .





# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

اقترح كل من Laurens and Piedra (1998) طريقة للحكم على مدى عمق الأسواق المالية ومدى نضجها في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية ، وتكون هذه الطريقة من توصيف لاربعة مراحل تمر بها الأسواق المالية كما يلي:



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الأولى: عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للأوراق المالية.  
وفي هذه المرحلة:

- يتولى البنك المركزي تمويل عجز الموازنة بشكل شبه كامل وتظهر الحاجة إلى تشريعات رسمية تحد من هذا التمويل، وذلك بهدف تجنب التوسع الزائد عن الحد في الائتمان المحلي وعملية خلق النقود.
- من المفيد أن يتم في هذه المرحلة الاعتماد على إطار برجة النقود بمعناها الواسع للتنبؤ بحجم الطلب على النقود ومصادر الائتمان المحلي.





# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الثانية: مرحلة مبدئية لتطوير السوق. وفي هذه المرحلة:

- يشهد سوق المال إدخال الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة) ، وتبقى سوق الإقراض بين البنوك غير ناضجة ، واستمرار السوق الثانوي في مرحلة عدم التطوير ، واستمرار التحكم الإداري في تحديد أسعار الفائدة أو تميزها بدرجة مرونة غير كافية .
- يتم في هذه المرحلة إتباع سياسات متسقة لتخفيض تكاليف أعباء خدمة الدين بينما يظل الاعتماد على إطار برجة النقود بمعناها الواسع ، واستخدام أذون الخزانة الحكومية والأدوات غير المباشرة الأخرى لتنفيذ السياسة النقدية .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الثالثة: سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل. وفي هذه المرحلة:

- تكسب سياسة تحديد أسعار الفائدة مزيد من المرونة ، واستخدام أكثر توسعا لأذون الخزانة الحكومية وإتباع اسلوب المزادات العلنية للائتمان فى تنفيذ السياسة النقدية بينما يتم استبدال القروض الرديئة بالأوراق المالية الحكومية .
- إدخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار فائدة محددة إداريا أو مربوطة بسعر الفائدة السائد على أذون الخزانة الحكومية .
- زيادة حجم وتوسيع مدى حاملي الأوراق المالية مع رسم خطط للترتيبات المؤسسية والتشريعية التى تنظم وتحكم التعامل فى السوق الثانوي .





# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

تابع المرحلة الثالثة:

- يظل البنك المركزي المصدر الرئيسي لتوفير السيولة فيما يتعلق بأدوات الدين الحكومي .
- يتم تقوية سوق الإقراض فيما بين البنوك ، وإدخال ترتيبات المقاصة والتسوية .
- انتهاج عمليات مراجعة مدى كفاية الإشراف المصرفي فيما يتعلق بإدارة الأصول والخصوم .
- يقل الاعتماد على أسلوب برجة النقود بمعناها الواسع ، ويكتسب أسلوب الاعتماد على النقود الاحتياطية اهتماما أكبر كمرشد للبنك المركزي في سياسة التدخل في ظل سياسة مالية منضبطة .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الرابعة: نضوج السوق المالية. وفي هذه مرحلة:

- أسعار الفائدة يتم تحديدها بمرونة كاملة .
- تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي .
- توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية ، وتوفير استقلالية للبنك المركزي تكفل له إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه .
- إدخال أسلوب المزادات العلنية لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل .
- تناسق إصلاح نظام الدفع المحلي مع التوسع في انتهاج أنظمة المقاصة والتسوية والسجلات المحاسبية .





# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

## تابع المرحلة الرابعة:

○ تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية .

○ ربما ترسم الترتيبات المؤسسية أهدافا منفصلة لإدارة الدين والسياسة النقدية مدعومة بأسلوب الاعتماد على عمليات السوق ، وإشارات السوق والترتيبات العملية بين صناعات السياسات لتأكيد اتساق وانضباط السياسة المالية ، وذلك لأن نجاح البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية مرتبط بتحقيق التناسق مع السياسة المالية واكتساب ثقة الجمهور .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

وتطبيق هذه الطريقة على الأسواق العربية بصرف النظر عن الدول العربية التي ليس لديها سوق أ.م (سوريا وليبيا واليمن ، جيبوتي والصومال وموريتانيا) ، نجد ان بعضها لم يصل إلى المرحلة الرابعة ، والبعض الآخر لم يتخطى المرحلة الثانية. فالسوق المصرية (كمثال) ، مازالت في المرحلة الثالثة ولم تنتقل بعد إلى مرحلة النضج. فما زال الأمر يتطلب تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي بحيث يتم توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية (بدأ مؤخرًا تطبيق نظام المتعاملين الرئيسيين) ، كما لم يتم إدخال أسلوب المزادات العلنية لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل ، وأيضا لا تتوفر للبنك المركزي درجة استقلالية تكفله إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه. ولم تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية.





يصدر البنك الدولي تقرير سنوي دوري عن بيئة الأعمال في العالم يستند فيه علي عدد من المؤشرات تحدد مدي جاذبية بيئة الاستثمار في بلد ما ، وتتنوع تلك المؤشرات ما بين إجراءات تأسيس الكيان القانوني للمشروع وقوانين العمل (توظيف العمالة والاستغناء عنها) إلى مدي إتاحة معلومات عن الائتمان والحصول عليه وإجراءات حماية المستثمر ودخول العقود حيز التنفيذ وإغلاق المشروع ، وتسجيل الملكية .



# بيئة الأعمال في الدول العربية

- تبدو المنافع العائدة من جراء إصلاح بيئة الأعمال كبيرة ، فالدول التي انتهجت إصلاحات شملت جميع مؤشرات التقرير خلال العام الماضي ، حققت زيادة تراوحت ما بين 1.4-2.2 نقطة مئوية سنويا في معدلات النمو الاقتصادي لديها . وذلك مع بقاء كافة العوامل الأخرى على حالها . كما يمكن أيضا تحسين مؤشرات العنصر البشري من خلال قناتين هما:
  - توفير الوقت الضائع والمال المهدور في التعامل مع متطلبات التشريعات ، واستخدامهما في الإنتاج والتسويق .
  - تخفيض التكلفة الإدارية على الحكومات ومن ثم تقديم المزيد من الخدمات الصحية والتعليمية والاجتماعية .





# بيئة الأعمال في الدول العربية

مؤشر مدى مرونة تنفيذ إجراءات الكيان القانوني للأعمال لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الأقاليم الاقتصادية الأخرى:

الإقليم أو الاقتصاد	عدد الإجراءات المطلوبة لتسجيل الشركة	لادة اللازمه لإتمام الإجراءات	تكلفة إنجاز الإجراءات ( كسبة من الدخل القومي للفرد )	الحد الأدنى المطلوب لرأس مال الشركة ( كسبة من الدخل القومي للفرد )
دول مجموعة شرق آسيا والباسيفيك	8	52	47.1	100.5
دول أوروبا ووسط آسيا	9	42	15.5	51.8
دول أمريكا اللاتينية والكاريبي	11	70	60.4	28.9
الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ( دول مرقعة الدخل)	6	25	8	44.1
دول جنوب آسيا	9	46	45.4	0
دول أفريقيا وجنوب الصحراء	11	63	225.2	254.1
دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	10	39	51.2	856.4
منها : مجموعة الدول العربية				
الجزائري	14	26	27.3	65.5
مصر	13	43	63	815.6
الأردن	11	36	52	1147.7
الكويت	13	35	2.4	148.5
لبنان	6	46	131.5	82.3
موريتانيا	11	82	140.8	858.1
المغرب	5	11	12.3	718.6
عمان	9	34	4.9	100.1
السعودية	12	64	69.7	1549.5
سوريا	12	47	34.2	5053.9
تونس	9	14	11	327.3
الإمارات	12	54	26.5	416.9
اليمن	12	63	269.2	1561.1

المصدر : تحرير البنك الدولي عن بيئة الأعمال 2004 Doing business Database



ووفقا لاحدث تقرير الصادر عام 2004 ، فان مؤشر إجراءات التأسيس (أول خطوة عند اتخاذ قرار الاستثمار) يتكون من أربعة مكونات فرعية هي عدد الإجراءات المطلوبة لتسجيل الشركة ، والمدة الزمنية اللازمة لإنجاز تلك الإجراءات ، وتكلفة إنجاز الإجراءات كنسبة من الدخل القومي للفرد ، وكذلك الحد الأدنى المطلوب لرأس مال الشركة كنسبة من الدخل القومي للفرد .





## كيف يقرأ المستثمر هذا الجدول؟

يقرأ المستثمر الذي يرغب في الاستثمار في الجزائر مثلاً هذا الجدول كما يلي :

أتوقع المرور بسلسلة من الخطوات أو الإجراءات تصل إلى 14 خطوة تستغرق 26 يوماً في المتوسط بتكلفة تقدر بنسبة 27.3% من نصيب الفرد من الدخل القومي في الجزائر على أنني يجب أن أودع على الأقل ما نسبته 65.5% من نصيب الفرد في الدخل القومي الجزائري في مصرف بغرض تأسيس الشركة أو المشروع وذلك مقارنة بما نسبته 856.4% من نصيب الفرد من الدخل القومي لمنطقة الشرق الأوسط أو 44.1% من نصيب الفرد من الدخل القومي للدول أعضاء منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية .



## بيئة الأعمال في الدول العربية

■ يتراوح مؤشر عدد الإجراءات ما بين 2-19 إجراء على مستوى العالم .  
ويعد إجراءين فقط عدد كاف لتسجيل الكيان القانوني . وقد جاءت كل من استراليا وكندا ونيوزيلندا على قمة الدول بإجراءين فقط ثم فنلندا والسويد بثلاثة إجراءات ، ثم بعض الدول الأوروبية بأربعة إجراءات فأمريكا بخمس إجراءات . وعلى الجانب الآخر من المؤشر الذي يمثل الحد الأعلى للمؤشر ، تأتي دول أمريكا اللاتينية وأفريقيا ما بين 15-17 إجراء لا ينافسهم في ذلك إلا تشاد (تأسع أفقر دولة على مستوى العالم) لتسجل 19 إجراء . ومن المفهوم أنه كلما ارتفع عدد الإجراءات المطلوبة كلما زادت فترات التأخير والتعطيل وزادت الفرص المتاحة للبيروقراطية التي تجتذب بذور الفساد والرشاوى .





يتراوح مؤشر الفترة الزمنية اللازمة لإنجاز الإجراءات على مستوى العالم ما بين 2-203 يوما . فتستغرق تلك الإجراءات في أستراليا يومين فقط وتبلغ هذه الفترة في المتوسط 27 يوما في الدول الغنية . وفي الطرف الآخر من المؤشر الذي يمثل الحد الأعلى جاءت هايتي على القمة مسجلة أطول فترة زمنية (203 يوم) ثم دول أمريكا اللاتينية مسجلة في المتوسط 70 يوما ثم دول أفريقيا جنوب الصحراء مسجلة في المتوسط 63 يوما .



يتراوح المؤشر ما بين صفر % - 1268% من نصيب الفرد من الدخل القومي ، وما بين صفر - 1663 دولار . فتسجل كل من فنلندا وسنغافورة ما نسبته 1.2% من نصيب الفرد من الدخل القومي في حين يصل في اليمن إلى 269.3% لا ينافسها في ذلك إلا الدول الأفريقية وتتربع سيراليون على قمة التكاليف في العالم مسجلة 1268.4% . وفي بعض الدول الفقيرة التي ينتشر فيها الرشاوى فإن التكاليف ترتفع عن ذلك الحد المشار إليه .





أما بالنسبة لمؤشر الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال اللازم لتأسيس شركة جديدة ، فإن هناك 42 دولة على مستوى العالم لا تتطلب رأسمال لتأسيس الشركة تتضمن بالطبع أستراليا وأمريكا وفرنسا وكندا وكل دول جنوب آسيا ، ونحو أكثر من نصف دول أمريكا اللاتينية ودول شرق آسيا . ومن الغريب أنها تتضمن دول مثل تسوانا وواوغندا وفيتنام . أما الطرف الآخر من المؤشر الذي يمثل الحد الأعلى ، فقد جاءت دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على قمة الدول وخاصة الدول العربية منها حيث بلغ الحد الأدنى لرأس المال اللازم نحو ثمانية أمثال نصيب الفرد من الدخل القومي في البلاد العربية بداية من المغرب ثم مصر وموريتانيا فالأردن يليها السعودية ثم اليمن ثم سوريا . وقد تضمنت أيضا هذه المجموعة كل من الصين والدول الأفريقية .



مؤشر تسجيل ائتمكيات لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الاقاليم الاقتصادية الاخرى:

الاقليم أو الاقتصاد	عدد الاجراءات المطبوعة لانفاذ العقود	الامدة االزامية لاتخاذ الاجراءات (أيام)	تكلفة انجاز الاجراءات (كنسبة من نصيب الفرد من قيمة ائتمكيات)
دول مجموعة شرق اسيا والباسيفيك	4	51	4.3
دول أوروبا ووسط اسيا	6	133	3
دول أمريكا اللاتينية والكاريبي	6	56	5.6
الدول الاعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (دول مرتفعة الدخل)	6	54	6.8
دول جنوب اسيا	4	34	4.8
دول افريقيا وجنوب الصحراء	5	55	5.8
دول الشرق الاوسط وشمال أفريقيا	6	114	13.1
منها : مجموعة الدول العربية			
1 الجزائر	16	52	9
2 مصر	7	193	7
3 الاردن	8	22	10
4 الكويت	8	75	1
5 لبنان	8	25	5.9
6 موريتانيا	4	49	8.5
7 المغرب	3	82	6.1
8 عمان	4	16	3
9 السعودية	4	4	0
10 سوريا	4	23	30.4
11 تونس	5	57	6.1
12 الامارات	3	9	2.1
13 اليمن	6	21	3.9

المصدر: تقرير البنك الدولي عن بيئة الاعمال لعام 2004 Doing Bussiness Database 2004





مؤشر مدى إمكانية الحصول على الائتمان والتمويل لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الأقاليم الاقتصادية الأخرى:

نسبة تغطية تسجيل الائتمان الخاص (عدد المقترضين لكل 1000 من الأفراد البالغين)	نسبة تغطية تسجيل الائتمان العام (عدد المقترضين لكل 1000 من الأفراد البالغين)	مؤشر مدى إتاحة المعلومات عن الائتمان	مؤشر الحقوق القانونية	تكلفة إنشاء ضمانات (كنسبة من نصيب الفرد من الدخل القومي)	الأقليم أو الاقتصاد
67	33	1	5	2	دول مجموعة شرق آسيا والباسيفيك
46	6	2	5	7.6	دول أوروبا ووسط آسيا
325	85	4	3	19.4	دول أمريكا اللاتينية والكاريبي
12	20	2	3	18.6	الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (دول مرتفعة الدخل)
577	76	5	6	5.2	دول جنوب آسيا
3	1	1	3	8	دول أفريقيا وجنوب الصحراء
39	1	2	4	41.8	دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا
					منها : مجموعة الدول العربية
0	0	0	3	0.4	1 الجزائر
0	102	3	0	52.7	2 مصر
0	5	3	6	56.3	3 الأردن
166	0	4	5	0.1	4 الكويت
0	31	4	4	2.2	5 لبنان
0	2	1	7	5.6	6 موريتانيا
0	6	2	2	62.2	7 المغرب
0	0	0	3	20.9	8 عمان
0	1	2	..	0	9 السعودية
0	0	0	5	6.4	10 سوريا
0	93	2	4	22.4	11 تونس
0	18	2	4	9.4	12 الإمارات
0	12	1	2	4.7	13 اليمن

المصدر: تقرير البنك الدولي عن بيئة الأعمال لعام 2004 Doing Bussiness Database 2004



**مؤشر مدى حماية المستثمر لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الاقاليم الاقتصادية الاخرى:**

الرقم ائقياسي  
تلافصاح

الاقليم أو الاقتصاد

2.6	دول مجموعة شرق اسيا والباسيفيك
3.6	دول أوروبا ووسط اسيا
2.3	دول امريكا اللاتينية والكاريبي
2.6	الدول الاعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (دول مرتفعة الدخل)
5.6	دول جنوب اسيا
2.9	دول افريقيا وجنوب الصحراء
2.3	دول الشرق الاوسط وشمال أفريقيا
	منها : مجموعة الدول العربية
2	1 الجزائر
2	2 مصر
3	3 الاردن
1	4 الكويت
1	5 لبنان
غير مطبق	6 موريتانيا
4	7 المغرب
1	8 عمان
2	9 السعودية
1	10 سوريا
6	11 تونس
2	12 الامارات
غير مطبق	13 اليمن

المصدر: تقرير البنك الدولي عن بيئة الاعمال لعام 2004 Doing Bussiness Database 2004





**مؤشر مدى قوة إنفاذ العقود لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الأقاليم الاقتصادية الأخرى:**

تكلفة انجاز الاجراءات (كنسبة من الدين القائم)	الامدة الالزمة لاتخاذ الاجراءات (أيام)	عدد الاجراءات المطلوبة لانفاذ العقود	الاقليم أو الاقتصاد
56.9	316	27	دول مجموعة شرق اسيا والباسيفيك
17.6	412	29	دول أوروبا ووسط اسيا
23.3	462	35	دول أمريكا اللاتينية والكاريبي
17.9	437	38	الدول الاعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (دول مرتفعة الدخل)
10.7	229	19	دول جنوب اسيا
38.5	349	29	دول أفريقيا وجنوب الصحراء
42.9	434	35	دول الشرق الاوسط وشمال أفريقيا
			منها : مجموعة الدول العربية
28.7	407	49	1 الجزائر
18.4	410	55	2 مصر
8.8	342	43	3 الاردن
13.3	390	52	4 الكويت
26.7	721	39	5 لبنان
29.3	410	28	6 موريتانيا
17.7	240	17	7 المغرب
10	455	41	8 عمان
20	360	44	9 السعودية
34.3	672	48	10 سوريا
12	27	14	11 تونس
16	614	53	12 الامارات
10.5	360	37	13 اليمن

المصدر: تقرير البنك الدولي عن بيئة الاعمال لعام 2004 Doing Business Database



**مؤشر مدى مرونة إغلاق الاعمال لدى الدول العربية ومقارنته بمتوسط المؤشر لدى الاقاليم الاقتصادية الاخرى:**

معدل استرداد مستحقات الدائنين (سنت لكل دولار)	نسبة تكلفة انجاز الاجراءات من قيمة الشركة المتعثره	الفترة الزمنية التي يتم استغراقها لانجاز اجراءات الافلاس (سنوات)	الاقليم أو الاقتصاد
30.4	29.8	3.4	دول مجموعة شرق اسيا والباسيفيك
30.5	13.1	3.3	دول أوروبا ووسط اسيا
26.6	15.8	3.6	دول أمريكا اللاتينية والكاريبي
28.6	13	3.8	الدول الاعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (دول مرتفعة الدخل)
72.2	6.8	1.6	دول جنوب اسيا
21.4	8.3	5.1	دول افريقيا وجنوب الصحراء
17.1	20.5	3.5	دول الشرق الاوسط وشمال أفريقيا
			منها : مجموعة الدول العربية
37.1	4	3.5	1 الجزائر
18.4	18	4.2	2 مصر
26.7	8	4.3	3 الاردن
38.7	1	4.2	4 الكويت
19.3	18	4	5 لبنان
6.1	8	8	6 موريتانيا
34.8	18	1.8	7 المغرب
23.6	4	7	8 عمان
31.7	18	2.8	9 السعودية
29.2	8	4.1	10 سوريا
50.1	8	1.3	11 تونس
4.7	38	5.1	12 الامارات
28.6	8	3	13 اليمن

المصدر: تقرير البنك الدولي عن بيئة الاعمال لعام 2004 Doing Business Database





وفي ضوء هذه المؤشرات وثيقة الصلة بالحديث عن تهيئة واصلاح مناخ الاستثمار والإجراءات المطلوبة لجذب الاستثمار ، فان المنطقة العربية لا تحتاج إلى دراسات أخرى لتحديد مشاكل ومعوقات الاستثمار ، وما نحتاجه هو تحديد العلاج والبدء فيه فالأمراض معروفة ومشخصة منذ زمن طويل ولكنها تركت لفترات طويلة حتى كبرت وتفاقمت. وتتمثل أهم هذه المعوقات في تعقيد الإجراءات ، وغموض السياسات ، وعشوائية اللوائح التنفيذية ، وضعف حقوق الملكية الفكرية ، وتفشي الفساد ، وضعف تنفيذ العقود ، وانخفاض مستوى الوساطة المالية وعدم تطور المؤسسات المالية والحاجة إلى بنية أساسية قوية تشمل الكهرباء والطرق والمياه والنقل وتكنولوجيا الاتصالات والقوي العاملة الماهرة والمدربة.



ويساعد على ذلك أيضا تأثر المنطقة العربية بصدمات شروط التبادل التجاري ToTs بسبب الاعتماد على سلع تصديرية قليلة يتمثل معظمها في المواد الأولية التي تتعرض غالبا لتقلبات شديدة في الأسعار النسبية . كما جاءت التقلبات نتيجة اعتماد المنطقة على أسعار الصرف الاسمية الثابتة والتي اتجهت بشكل كبير إلى الزيادة عن السعر الحقيقي مما جعل الصادرات اقل قدرة على المنافسة .