

سياسة التحرير المالي وعلاقتها بجذب الاستثمار الأجنبي المباشر

دراسة لعينة من الدول العربية للفترة من 1990-2017

The relationship between financial liberalization policy and attracting foreign direct investment- A case study of a group of Arab Countries for the period 1990-2017

سعيد محمول^{1*}، فضيل فارس²

¹ جامعة الجزائر 3 (الجزائر) mehassouel.said@univ-alger3.dz

² جامعة الجزائر 3 (الجزائر) fodil.fares@univ-alger3.dz

Mehassouel Said^{1*}, Fares Fodil²

¹ Alger 3 University (Algeria) & ² Alger 3 University (Algeria)

تاريخ النشر: 2023/01/25

تاريخ القبول: 2022/11/23

تاريخ الاستلام: 2022/09/25

ملخص:

تتناول هذه الدراسة سياسة التحرير المالي و دورها الفعال في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وتوجيهه باتجاه القطاعات الأكثر إنتاجية لتعزيز النمو الاقتصادي، وقد اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي و المنهج القياسي في دراسة الحالة، و توصلت إلى ضرورة وضع إستراتيجية واضحة المعالم تركز على تحسين السياسات وإزالة المعوقات التي تحول دون التأثير الإيجابي لهذا النوع من الاستثمارات من خلال العمل على تطوير نظمها المالية، وزيادة فعاليتها باعتبارها مصدرا لتراكم رأس المال، وحافزا مهما للاستثمار.

الكلمات المفتاحية: تحرير مالي، نظام مالي، استثمار أجنبي مباشر، دول عربية

Abstract:

This study deals with financial liberalization policy and its effective role in attracting foreign direct investments, and directing it towards the most productive sectors to enhance economic growth, the study relied on the analytical descriptive and econometric approach, The study found the need to develop a clear strategy based on improving policies and removing obstacles that prevent the positive impact of such investment through working to develop their financial systems, and increase their effectiveness as a source of capital accumulation, and an important incentive for investment.

Keywords : financial liberalization, financial system, foreign direct investment, Arab countries

* سعيد محمول.

1. مقدمة:

خلال العقود الثلاثة الماضية، ركزت الدول النامية التي تعاني اقتصادياتها من ضعف هيكلي في مؤسساتها على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث عملت على تحسين إطارها القانوني والتشريعي في محاولة منها لتحسين البيئة الاستثمارية لديها، وانتهاج سياسات التحرير المالي التي تقوده رغبة حكومات هذه البلدان بدرجات متفاوتة لجذب المزيد من هذه الاستثمارات إلى الداخل. لذلك اعتبرت سياسة التحرير المالي بمثابة الحل الأمثل لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية من خلال تطوير أنظمتها المالية والمصرفية لزيادة قدرتها على تعبئة الادخار ومن ثم زيادة قدرتها على تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية وزيادة حجم الاستثمار، انطلاقاً من التوصيات التي خرج بها مفكري مدرسة الكبح المالي من أمثال Mckinnon and Shaw (1973) ومن بعدهم Keynes و Hicks، حيث تسمح سياسة التحرير المالي بزيادة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الدول المضيفة

وقد أولت الدول العربية اهتماماً متزايداً بإصلاح قطاعها المالي وتحريره بالنظر إلى دوره في جذب مثل هذه الاستثمارات واستقطابها لزيادة قدرتها على تغطية احتياجات التنمية المحلية لديها وتأتي أهمية الموضوع في أنه يمثل أحد الملامح الرئيسية للعولمة التي تتضمن عناصرها تكامل الأسواق المالية واقتصاد السوق، وأن سياسة التحرير المالي تعد من العوامل المؤثرة والفعالة في استيعاب الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يشكل مصدراً هاماً للنهوض الاقتصادي في بعض الدول، لذلك يمكن طرح وصياغة التساؤل التالي: ما علاقة سياسة التحرير المالي بجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية؟

2. مفهوم التحرير المالي وشروط نجاحه:

2 . 1. مفهوم التحرير المالي:

في البداية يجب الإشارة إلى أن هناك العديد من المفاهيم لمصطلح التحرير المالي، وهي تركز في مجملها على أن فهم هذا المصطلح والإلمام به بشكل جيد ومعرفة عناصره شرط ضروري لتجنب الآثار السلبية المرافقة له في ظل سوء استخدامه هذا من جهة، ومن جهة أخرى الوقوف على مزاياه في حالة استخدامه بشكل جيد، وفيما يلي نورد بعض من تعاريف التحرير المالي:

فقد عرف التحرير المالي على أنه "أي إجراء أو قرار يهدف إلى جعل النظام المالي أكثر استجابة لتغيرات قوى السوق وجعل هذه الأخيرة أكثر تنافسية". (العبيسي، 2007)

كما عرف التحرير المالي على أنه "عبارة عن مجموع الإجراءات والتدابير الرامية إلى تفكيك أو تخفيض الرقابة التنظيمية على الهياكل المؤسسية والأدوات وأنشطة المؤسسات المالية في مختلف أجزاء القطاع المالي سواء كان ذلك على المستوى الداخلي أو الخارجي". (Chandrasekhar, 2004)

كما يشير التحرير المالي بمفهومه الواسع إلى مجموعة الإجراءات والأساليب التي تلجأ إليها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي والمصرفي بهدف إصلاحه وزيادة كفاءته من خلال العمل على فتح الأسواق المالية والرأسمالية أمام الشركات الأجنبية في ميادين المصارف والتأمين والأوراق المالية

وشركات الاستثمار وإدارة الصناديق وعدد كبير من الخدمات، بينما يشير مفهوم التحرير المالي بمعناه الضيق إلى تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها التي تعيق عملية تداول الأوراق المالية على المستويين المحلي والدولي. (صالح، 2012)

وضمن نفس الإطار يمكن النظر إلى التحرير المالي باعتباره وصفا للإجراءات المرتبطة بانفتاح القطاع المالي والمصرفي على الخارج (Openness)، سواء تعلق الأمر بدخول المؤسسات المالية المصرفية الأجنبية للعمل في السوق المحلي، أو بإمكانية ومجالات عمل المؤسسات المصرفية والمالية المحلية في الأسواق الأجنبية. كما لا يعني التحرير المالي إلغاء النظم والضوابط، أو غياب الرقابة والإشراف على السوق المصرفي والمالي، بل على العكس من ذلك فهو يزيد من أهمية النظم والضوابط الرقابية مع ما يترتب عن ذلك من زيادة مسؤولية السلطات الرقابية المعنية، هذه الأخيرة مطالبة بالعمل على تهيئة المناخ الملائم لبيئة العمل التنافسي وحرية الأسواق، من خلال تعزيز الدور الرقابي لهذه السلطات.

وعليه وإجمالاً لما سبق فإن مصطلح التحرير المالي "يشير إلى حالة كسر الكبح المالي المطبق من خلال استخدام منظومة الإجراءات التشريعية والتنظيمية والممارسات الإدارية التي من شأنها تخفيف الرقابة التنظيمية على الهياكل المؤسساتية والتقليص من القيود المرتبطة بأنشطة الوحدات العاملة في الجهاز المالي والمصرفي". وهو يعني منح البنوك والمؤسسات المالية بحمل الحرية فيما يتعلق بحرية إدارة أنشطتها المالية والتوجه نحو اعتماد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية. وبالتالي يمكن القول أن التحرير المالي من هذا المنظور يتيح مجالاً أوسع للوحدات المصرفية والمالية في إطار مساعيها الرامية إلى تطوير عملياتها وكذا منتجاتها بما يحقق رغبات واحتياجات المدخرين والمستثمرين.

فالتحرير المالي لا يعني إعطاء المؤسسات والأسواق المالية الحرية المطلقة للقيام بوظيفتها الرئيسية المتمثلة في الوساطة المالية بين الوحدات التي تتمتع بوجود فائض في رؤوس الأموال وتلك التي تعاني من عجز في رؤوس الأموال، ولكن يجب أن يتم التحرير المالي في ظل وجود دور رقابي مسؤول للدولة ومؤسساتها لضبط أي خلل في العلاقات، أو وجود فوضى في حركة السوق وفقاً تقتضيه الظروف الداخلية والخارجية.

2 . 1.1 . إجراءات التحرير المالي:

يقوم التحرير المالي على ثلاث جوانب أساسية هي: (بريش، 2006، ص37)

أ- تحرير القطاع المالي المحلي: يعتبر الخطوة الأولى لعمليات التحرير المالي، ويقوم على تحرير المتغيرات الأساسية التالية:

- تحرير أسعار الفائدة عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقف علوي لأسعار الفائدة المدينة والدائنة، وتركها تتحدد وفق آليات السوق المتعارف عليها (قانون العرض والطلب)، ويتم ذلك من خلال الموازنة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي، ولا يمكن أن يحدث ذلك ما لم تثبت الأسعار عند مستوى معين؛
- إلغاء الاحتياطات الإلزامية المغالى فيها على البنوك ؛

- تحرير المنافسة البنكية عن طريق إزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والأجنبية، وإلغاء كافة القيود المرتبطة باختصاص البنوك والمؤسسات المالية، حيث تدعم بحوث كثيرة استندت إلى مجموعة من الأساليب بما في ذلك الدراسات القطرية فكرة أن تواجد البنوك الأجنبية بكثرة من شأنه أن يؤدي إلى تحسين نوعية الخدمات المالية وإلى زيادة كفاءة الوساطة المالية؛
- تحرير الائتمان عن طريق الحد من الرقابة على توجيهه نحو قطاعات معينة، وتسقيف حجم الائتمان الممنوح لباقي القطاعات الأخرى؛
- منح فرصة للبنوك المتواجدة لتحسين أدائها وتسييرها في ظل وجود المنافسة الشديدة حتى تتمكن من مواجهة طلبات المستثمرين، والعمل على جلب أكبر عدد ممكن من المدخرين، عندما يتحكم في أسعار الفائدة والعمولات؛ (العقريب، 2012، ص 203).

ب- تحرير الأسواق المالية: ويتم ذلك عن طريق إزالة العراقيل والقيود المفروضة ضد حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة، وكذا الحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الإرباح والفوائد الناتجة عنه، والحد من العوائق التي تحول دون عودة رأس المال إلى الوطن ودفع الفوائد والأرباح.

ت- إزالة الحواجز والعقبات التي تحد من قدرة البنوك والمؤسسات المالية من اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، والعمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وكذا تقليص الفجوة بين سعر الصرف الرسمي والحقيقي، وتحرير تدفقات رأس المال.

ويعتقد مؤيدو التحرير المالي الداخلي أن نجاحه يؤدي إلى زيادة تطور القطاع المالي وإلى زيادة معدلات الفائدة الحقيقية عند مستويات إيجابية من شأنها تشجيع الادخار، وتحقيق كفاءة تخصيص الائتمان، فالتحرير المالي الداخلي خطوة يجب أن تتحقق قبل اللجوء إلى التحرير المالي الخارجي.

2. 2. شروط نجاح سياسة التحرير المالي:

لقد انصرفت جهود الدول النامية في سعيها لتحرير قطاعها المالية على وقف العمل بسياسة الكبح المالي والتخلص من سلباتها من خلال تحرير أسعار الفائدة وإلغاء القيود والضوابط الإدارية على الائتمان والعمل على تطوير البنية الأساسية للنظام المصرفي والمالي وتفعيل أسس الرقابة والإشراف وتفعيل إدارة السياسة النقدية وبناء نظام معلومات فعال والتنسيق فيما بينها (صاطوري، 2010، ص 56).

وقد توالى الأبحاث والدراسات في هذا المجال لإضفاء المزيد من الدقة والتحليل حول شروط نجاح سياسة التحرير التي جاء بها تحليل ماكنون (MCKINNON)، حيث اعتبر التحرير المالي من بين أهم السياسات التي يمكن الاعتماد عليها في تطوير وترقية الخدمات المالية والمصرفية، وزيادة القدرة على تعبئة الموارد المالية، وترقية الاستثمار والتخصيص الجيد للموارد المالية المتاحة، وتعزيز القدرة التنافسية للبنوك التجارية المحلية.

لذلك يمكن إجمال عوامل نجاح هذه السياسة فيما يلي:

2. 1. استقرار الاقتصاد الكلي:

تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي يعد من بين أهم الركائز الأساسية التي يجب العمل عليها قبل تبني سياسة التحرير المالي، فالبيئة الاقتصادية المستقرة تغيب عنها عدم استقرار أسعار الصرف و ارتفاع معدل التضخم وعجز الميزانية، وغيرها من المخاطر التي تؤثر على الانفتاح على النظام المالي العالمي ومن ثم الاندماج فيه ، فتحرير أسعار الفائدة مثلا يتطلب أولا التحكم في معدلات التضخم، لان ارتفاعها سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أكثر ارتفاعا حتى يتسنى لها تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة، وهو بدوره إجراء يترتب عليه ما يلي:

- ✓ زيادة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة منها القصيرة الأجل، وهو ما يطرح إشكالية عدم قدرة الاقتصاد على استيعاب مثل هذه الأموال، الأمر الذي يهدد استقراره؛
- ✓ من شأن ارتفاع معدلات الفائدة إلى مستويات عليا أن يؤثر على سوق الأوراق المالية من خلال ارتفاع علاوة المخاطر المتعلقة بأسعار الفائدة الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية، ومن ثم تنخفض قيمتها، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات، مما يؤثر سلبا على الاستثمار؛
- ✓ إن سبب فشل سياسة التحرير المالي في العديد من الدول يعود بالدرجة الأولى إلى وجود سياسات غير سليمة في إدارة الاقتصاد الكلي، والى وجود تدخل حكومي غير سليم في عمل الأسواق المالية، وكذا إلى التنظيم والإشراف غير المناسب. (زواوي، 2016، ص57)
- ✓ بالإضافة إلى ذلك فإن التحرير المالي يتطلب وجود سياسة نقدية تميل إلى الاستقرار، لذلك فإن عمل المؤسسات المالية يجب أن يقوم على تدعيم دورها في الوساطة المالية بصورة مناسبة، وهو ما لم يتحقق إلا في ظل وجود معدل تضخم منخفض أو مستقر عند حد معين، وأفضل ضمان لذلك هو وجود سياسة نقدية يمكن التنبؤ بها رغم كونها موجهة نحو الثبات، ومع ذلك فقد يترتب على السياسات النقدية بعض الأخطار خصوصا ما تعلق منها بالافتراض غير المناسب وكذا ارتفاع أسعار الأصول، غير أن أفضل آلية للتحرك هي تلك التي تتم كما يلي: (حماد، 2003، ص41)
- ✓ توفير بنية مؤسسية تنظيمية و قانونية مناسبة: يعد وجود إطار قانوني يقر حق الملكية ويحميه، بالإضافة إلى وجود إطار تنظيمي ورقابي مناسب يحقق شفافية المعاملات ويمنع الغش والتواطؤ ويحد من المخاطر الأخلاقية من بين الآليات الكفيلة بضمان نجاح عملية تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية،

2. 2. الإفصاح وتوفر المعلومات:

يمثل الإفصاح وتوفير المعلومات جانب مهم من جوانب عمليات التحرير المالي، بالنظر إلى دورهما الكبير في تحقيق الكفاءة وتشغيل الأسواق المالية وتحسين القرارات الاستثمارية، إذا غالبا ما ترتبط عمليات الإفصاح وتوفير المعلومات بعملية إدارة الخطر، لذلك فانه كلما قامت المؤسسات والأسواق بالإفصاح عن بياناتها ووفرت المعلومات المتعلقة بها بشكل دقيق ومنظم وقانوني كلما ساهم ذلك في ترسيخ اتجاهات التحرير المالي بشرط أن ينسجم هذا الإفصاح مع المعايير العالمية المعمول بها حتى يساهم في صياغة القرارات الاستثمارية الفعالة سواء للمستثمرين المحليين أو الأجانب. (الجميل، 2000، ص10)

كما أن نجاح سياسات التحرير المالي يتطلب توافر المعلومات الكافية عن الأسواق المالية وإمكانية إتاحتها أمام كل المتدخلين فيها خصوصا ما تعلق منها بسيولة المؤسسات المالية لصالح المودعين والمستثمرين، ومعلومات عن إدارة المؤسسات المالية التي تساعد على رفع مخاطر الاستثمار والعائد المتوقع، وينطوي التنسيق بين المعلومات على تحديد العلاقة بين معدل الفائدة ودرجة المخاطرة من جهة، ومعدل الفائدة والأرباح المتوقعة من جهة أخرى، حيث يرى مؤيدو التحرير المالي أن المشروعات ذات المخاطر العالية بالرغم من زيادة معدل الفائدة تبقى هي المشروعات التي تدر أكبر عائد، والعكس صحيح لأنها تعوض معدل الفائدة، أما عدم التنسيق بين المعلومات فإنه يترتب عليه صعوبة تمييز المقترضين بين المشاريع الفاشلة والناجحة وإلى زيادة تكلفة الحصول عليها، لذا ينادي منتقدو سياسة التحرير المالي بضرورة تدخل الحكومة لإلزام الجهات المعنية وحثهم على توفير المعلومات، بإصدار لوائح، أو فرض الضرائب، أو تقديم الإعانات. (زواوي، مرجع سابق، 2016، ص59)

2 . 2 . 3. التدرج في تطبيق إجراءات التحرير المالي:

لضمان نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي تتبع معظم الدول المنهج التدريجي، وذلك على خلفية الأزمات الاقتصادية و المالية التي حدثت في بعض الدول نتيجة منهج التحرير السريع الذي تبنته هذه الأخيرة، والتي أدت إلى زيادة مستوى العمق المالي الذي يقصد به الحجم النسبي للسيولة العامة وتقاس بنسبة (العملة والنقود والودائع الجارية والودائع لأجل في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى) إلى الناتج المحلي الإجمالي. (أندروس، 2007، 203)

ويظهر التدرج في تطبيق إجراءات التحرير المالي والبنكي على المستويين المحلي والخارجي بقطاعيه المالي والحقيقي كما يلي:

على المستوى المحلي: ويتم ذلك من خلال:

القطاع المالي والبنكي: على مستوى القطاع المالي والبنكي يتم رفع القيود على تدفقات وانتقال رؤوس الأموال في التجارة الخارجية على المدى القصير، بالإضافة إلى تحرير كامل لأسعار الفائدة كافة، وإزالة كافة الأشكال والعراقيل الإدارية المطبقة على النظام المالي.

- القطاع الحقيقي: تتحرك فيه الأسعار وفق قوى السوق، وتفرض فيه الضرائب المباشرة وغير المباشرة بطريقة عقلانية على المؤسسات، ويرفع فيه الدعم عن الأسعار، وتطبق فيه سياسة الخصوصية.

على المستوى الخارجي: يظهر التدرج بالانتقال إلى المستوى الخارجي من خلال:

القطاع المالي والبنكي: ويبدأ عادة برفع الرقابة على تدفق وانتقال رؤوس الأموال في التجارة الخارجية في المدى القصير وإزالة القيود المفروضة على تدفقات الاستثمار الأجنبي.

القطاع الحقيقي: ويتم بتحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال إزالة القيود الكمية وخفض القيود التعريفية على حركة السلع والخدمات والسماح بالتحويلات المالية الموجهة لأغراض التجارة الخارجية.

(اندرواس، 2007، ص204)

2. 4. الإشراف الحذر على إدارة الأسواق المالية:

لتفادي وقوع الأزمات المالية والبنكية، والاهتمام بإدارة المخاطر والتنبيه إليها، وضمان الشفافية وتسهيل تدفق المعلومات والتنسيق فيما يخص عملية اتخاذ القرار، ومتابعة تنفيذه، وإقامة هيئات رقابية وإشرافية تتمتع بالاستقلالية وعلى رأسها البنك المركزي مهمتها الأساسية تحقيق استقرار النظام المالي والبنكي، سعت لجنة بازل للرقابة البنكية إلى التأكيد على ضرورة تعميق مفهوم الإشراف الحذر، حيث عملت هذه الأخيرة منذ نشأتها على توحيد معايير الرقابة والإشراف على الأنظمة البنكية ضمانا لتحقيق الاستقرار واستمراره.

(زواوي، مرجع سابق، 2016، ص61)

2. 3. أهمية سياسة التحرير المالي

تتحلى أهمية سياسة التحرير المالي في ظل الإصلاح المالي الناجح في كونها تتيح إمكانية زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل بشكل يسمح بسد فجوة الموارد المالية المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي، كما يسمح الإصلاح المالي الناجح بتحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة من شأنها أن تعمل على زيادة معدلات الادخار، ومن ثم زيادة القدرة على تمويل المشاريع الاستثمارية (تحفيز الاستثمار)، كما أن معدلات الفائدة التي تتحدد وفق آلية السوق من شأنها كذلك أن تضمن التخصيص الجيد للموارد وحسن توجيهها نحو الاستثمارات المجدية. (اندرواس، مرجع سابق، 2007، ص87)

ويمكن إبراز أهمية تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية فيما يلي: (Vent, 2004, PP35-36)

- ✓ تتيح سياسة التحرير المالي للمؤسسات الاقتصادية المحلية إمكانية الوصول إلى التمويل الخارجي إلى جانب التمويل الذاتي لها، الأمر الذي يقلل من دور القطاع المالي غير الرسمي في اقتصاديات الدول النامية، ويزيد من أهمية القطاع الخاص من خلال زيادة نصيب هذا الأخير من الائتمان بعد التهميش الذي طاله في ظل سياسة الكبح المالي، حيث كان يعتمد على موارده الخاصة أو باللجوء إلى السوق المالي غير الرسمي؛
- ✓ من شأن التحرير المالي كذلك أن يؤدي إلى زيادة فعالية الأسواق المالية المحلية ويسمح لها بتنوع خدماتها المالية والمصرفية وتطويرها، وبالتالي زيادة قدرتها التنافسية، من خلال فتح المجال أمام المؤسسات المالية الأجنبية للاستثمار محليا؛
- ✓ يمكن للتحرير المالي أن يساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومن ورائها جلب التكنولوجيا المتطورة والتسيير الإداري الجيد من خلال تحرير التحويلات والتدفقات المالية الخارجية مثل تحرير العملات الأجنبية و تحرير حركة رؤوس الأموال؛
- ✓ يمكن للتحرير المالي أن يتيح للدول النامية إمكانية الوصول إلى تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة، الأمر الذي يحفز على زيادة تعبئة الادخار المحلي لديها ويزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وبالتالي زيادة قدراتها التمويلية للمشاريع الاستثمارية، من خلال العمل على تحرير معدلات الفائدة؛
- ✓ الحد أو التقليل من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والمالي من شأنه المساهمة في اختفاء المشاريع ذات المردودية المنخفضة وزيادة الفعالية العامة للاستثمارات ؛
- ✓ الرفع من فعالية الوساطة المالية والمصرفية، عن طريق تخفيض تكلفة الوساطة المالية بين المقرضين والمقترضين، وبالتالي إتاحة المقترضين فرصة الوصول إلى الموارد المالية المتاحة؛
- ✓ يؤدي التحرير المالي الناجح إلى رفع مستوى التطور المالي والعمق المالي، ويزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، وبالتالي اتساع رقعة القطاع المالي والمصرفي، (اندرواس، مرجع سابق، 2007، ص209) وهو ما يسمح للبنوك والمؤسسات المالية المحلية بالاندماج بكل سهولة في الأسواق المالية العالمية ، ويزيد من قدرتها على مواجهة ومجابهة مختلف تحديات البيئة الاقتصادية العالمية؛

2. 4. الانتقادات الموجهة إلى نظرية التحرير المالي

- وفق أصحاب نظرية التحرير فإن الهدف العام المنتظر من وراء اللجوء إلى التحرير المالي يكمن في نمو وزيادة ودائع البنوك، وكذا زيادة مستوى القروض الممنوحة، إلا أن هذه المقاربة أهملت العديد من المظاهر والخصائص التي تتميز بها الاقتصاديات السائرة في طريق النمو ومن بينها:
- ✓ وجود قطاع مالي غير رسمي، ضمن هذا الإطار فقد تعرض تحليل ماكنون وشو من وجهة النظر الاقتصادية الكلية (Macroéconomique) إلى انتقاد من قبل العديد من اقتصادي مدرسة الهيكلين الجدد وخاصة

منهم(1983) Taylor, et Van Winjbergen(1983)، حيث توقعوا أن التحرير المالي من شأنه أن يؤدي إلى تباطئ وتيرة النمو الاقتصادي، ففي دراسة قام بها Van Winjbergen(1983) حول التأثير المحتمل لتغير أسعار الفائدة على القروض المصرفية أو على الودائع ومن تم على النشاط الاقتصادي، فقد توصلت هذه الدراسة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع وزيادة الميل الحدي للادخار قد يترتب عنه انخفاض في الطلب الكلي وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الإنتاج والاستثمار، فزيادة المدخرات لا يعني أبدا زيادة الاستثمارات بشكل تلقائي لان هذه الأخيرة تعتمد بالإضافة إلى زيادة حجم الادخارات على عوامل أخرى مرتبطة بتوقعات الطلب في المستقبل.(Montfort MLachila and w, 2004, P4)

✓ فحسب كل من Taylor(1983), et Van Winjbergen(1983) فان وجود السوق غير الرسمي الذي يتميز بخصائص الاقتصاديات المكبوحة السائرة في طريق النمو، يلعب دورا مهما في تحديد أثر سياسة التحرير المالي على النمو مثله في ذلك مثل الاقتصاد الرسمي، فهو يقوم على معدل فائدة غير توازني الأمر الذي من شأنه أن يسمح له بمعالجة وتصحيح الاختلال بين عرض القروض والطلب على النقود، كما أنه أكثر فعالية في مجال التمويل كون السوق غير الرسمي لا يجبر على تكوين الاحتياطي الإجباري مثلما هو معمول به على مستوى القطاع البنكي، وحتى هذا الاحتياطي الإجباري الواجب تكوينه على مستوى البنوك يجب أن يتم على مستوى البنك المركزي، الأمر الذي يعرقل القيام بدورها الفعال كوسيط مالي، ومن تم فان المقرضين في السوق غير الرسمي يشكلون البديل الحقيقي للبنوك في القطاع الرسمي طالما أنهم لا يفترضون ضرورة وجود احتياطي إجباري.

✓ وقد خلص المهيكلين الجدد في تحليلهم إلى أن سياسة التحرير المالي التي تترجم من خلال ارتفاع معدل الفائدة على ودائع القطاع الرسمي، من شأنها أن يترتب عنها آثار سلبية على النمو الاقتصادي للدول السائرة في طريق النمو. (LAJILI, 2015, P22)

✓ من بين الانتقادات الموجهة كذلك إلى نظرية التحرير المالي ذلك الذي قدمته المدرسة الكيترية المتعلق بتأثير الدخل على العلاقة بين معدل الفائدة والادخار، فحسب المفاهيم الكيترية التي تعتبر أن الاستثمار غير تابع لحجم الودائع، وإنما هو تابع للطلب الفعال المحتمل مسبقا، بالإضافة إلى أن ارتفاع معدل الفائدة من شأنه أن يحفز على زيادة الادخار، وفي المقابل يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك بسبب أثر الاستبدال الناتج عن أثر الدخل هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فان ارتفاع أسعار الفائدة يشجع الأسر على تأجيل جزء من استهلاكهم بغرض زيادة مدخراتهم.

بينما يرى مؤيدو التحرير المالي بأن هذا الأخير يشكل حافزا لزيادة الادخار، وتحقيق الكفاءة في توجيه الموارد باتجاه القطاعات الأكثر إنتاجية، ودافعا لتجسيد معايير الحوكمة، وعاملا مهما لزيادة مستويات المعرفة

والتكنولوجيا على مستوى البنوك والمؤسسات المالية المحلية والتقليل من التكاليف المرتبطة بالمعاملات.
(Sergio, 2004, P25)

3. مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر وأشكاله

حضي موضوع الاستثمار الأجنبي المباشر باهتمام العديد من المنظمات والهيئات في محاولة منها لتحديد دوافعه ومحدداته وأشكاله، ولا يزال التنظير بشأنه مستمرا بالنظر إلى التغيرات المستمرة التي تعرفها البيئة الاقتصادية العالمية منذ ظهور الفكر الكلاسيكي.

3. 1. مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

هناك العديد من التعريفات للاستثمار الأجنبي المباشر، وكل تعريف يختلف عن الآخر من حيث الزاوية التي ينظر بها إلى الاستثمار والغرض أو الهدف منه ، وفيما يلي نورد بعض من هذه التعريفات:
يعتبر استثمار ما استثمارا أجنبيا إذا كان القائم بالعملية الاستثمارية لا يحمل جنسية الدولة التي يعمل على الاستثمار فيها ويميز الاقتصاديين هنا بين نوعين من الاستثمارات الأجنبية وهما الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ويتم التمييز بين هاذين النوعين على أساس معيار المراقبة الفعلية في المؤسسة. (رملاوي، 2016، ص44)

يعبر الاستثمار الأجنبي عن تدفق رؤوس الأموال بمختلف أشكالها بين دولتين بهدف إقامة شراكة جديدة أو المساهمة في رؤوس أموال شركات قائمة، أو تطويرها لإنتاج سلع أو خدمات، وتحقيق عائد يفوق ما يتوقعه المستثمر في دولته الأم سواء صاحب ذلك التدفق جهدا بشريا أم لم يصاحبه. (بعداش، 2008، ص48)

كما يشير مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر "إلى كافة المشاريع التي يتولى المستثمر الأجنبي إنشائها خارج حدود الوطن الأم والتي تعود ملكيتها الكلية له، أو تلك التي يشارك فيها المستثمر الوطني، أو التي يسيطرون فيها على الإدارة". (زغدار، 2004، ص159) وهو بذلك يختلف عن الاستثمار في الأوراق المالية الذي يقوم على تملك بعض الأوراق المالية، كون هذا الأخير لا يسمح بوجود أي نوع من الرقابة أو المشاركة في إدارة المشروع الاستثماري.

ومن بين العوامل الأساسية التي ساهمت بشكل كبير في زيادة أهمية جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة نذكر ما يلي: (زغدار، مرجع سابق، صفحة ص160)

- الإصلاحات الاقتصادية التي لجأت إليها الكثير من الدول النامية والرامية إلى إحلال آليات السوق والمنافسة محل الاقتصاد الموجه الذي كانت تقوده الدولة من خلال العمل على تحرير التجارة والاستثمار وأسعار الصرف، وفتح المجال أمام القطاع الخاص لزيادة مساهمته في النشاط الاقتصادي والحد من دور الدولة من

خلال نقل ملكية المشروعات التي كانت ملكا للدولة إلى القطاع الخاص، وهي ضرورة من أجل ضمان تواجد الشركات الأجنبية في أسواق الدول المضيفة؛

-الاتجاه نحو إقامة تكتلات اقتصادية وسياسية كبرى على شاكلة تلك التي أقامت دول الاتحاد الأوروبي، والناقتا والآسيان وغيرها، هذه التكتلات تتميز في معاملاتها اتجاه الدول الأخرى بوجود سياسات موحدة كالسياسة التجارية والاستثمارية الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى فرض قيود على تدفق الاستثمار اتجاه الدول غير الأعضاء في هذه التكتلات أو أخرى مماثلة؛

للإشارة فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتميز بمجموعة من الخصائص نذكر منها: (بوزيدي، 2018، ص214)

✓ يتميز هذا النوع من الاستثمارات بتحركاته المستمرة وانتقاله من بلد إلى آخر سعيا منه وراء تحقيق الربح والاستفادة من مختلف التسهيلات المقدمة إليه من إعفاءات ويد عاملة رخيصة، أي أنها استثمارات تبحث عن المناخ الملائم للاستثمار؛

✓ يتميز هذا النوع من الاستثمارات عن كل من القروض التجارية والمساعدات الإنمائية الرسمية المقدمة في أن تحويل الأرباح المترتبة عليه يرتبط بمدى النجاح الذي تحققه المشروعات المحولة عن طريق هذا الاستثمار، بينما لا يوجد هناك أي ارتباط بين خدمة الديون ومدى نجاح المشروعات التي تستخدم فيه؛

✓ تعد الاستثمارات الأجنبية المباشرة من بين الوسائل التي يتم استخدامها للقضاء على ضيق السوق المحلي وتوفير مناصب الشغل، بالإضافة إلى كونها القناة الرئيسية التي يتم من خلالها وعبرها نقل التكنولوجيا إلى البلد المضيف، كما أنها تدعم مبادلات التجارة الخارجية من خلال توجيهها للاستثمار في الصناعات التصديرية التي يتمتع فيها البلد المضيف بميزة نسبية مقارنة ببلد المنشأ؛

✓ يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورا مهما في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال ما يترتب عنها من وفورات اقتصادية ومنافع اجتماعية؛

✓ الاستثمار الأجنبي المباشر استثمارا منتجا للثروة بطبيعته، فهو لا يقدم على استثمار أمواله وتوظيف خبراته في الدول المتلقية له، إلا بعد إجراء دراسات معمقة عن الجدوى الاقتصادية للمشروع وكافة البدائل الاقتصادية والفنية الممكنة، الأمر الذي يضمن الاستخدام الأمثل وعدم تضییعها خاصة في ظل محدوديتها؛

3. 2. أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:

هناك العديد من الأشكال التي ينطوي عليها الاستثمار الأجنبي المباشر والتي تفضي في الأخير إلى التملك الجزئي أو المطلق للمشروع الاستثماري من قبل الطرف الأجنبي، وهي تختلف باختلاف الغرض الذي تسعى إليه هذه الاستثمارات، ومن بين هذه الأشكال نذكر:

3. 2. 1. الاستثمار المشترك: هو ذلك المشروع الاستثماري الذي يمتلكه أو يشارك فيه طرفان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة على أن يتضمن هذا الاستثمار عمليات إنتاجية أو تسويقية تتم في دولة أجنبية ويكون أحد أطراف الاستثمار فيها شركة دولية تتولى عملية الإدارة دون السيطرة الكاملة على المشروع (سمنية، 2008، ص109)، وينطوي هذا النوع من الاستثمار على الجوانب التالية: (بابكر، 2004، ص18-19)

أ- اتفاق طويل الأجل بين طرفين استثماريين أحدهما وطني والآخر أجنبي بغرض ممارسة نشاط إنتاجي داخل دولة البلد المضيف؛

ب- قيام أحد المستثمرين الأجانب بشراء حصة في شركات وطنية قائمة قد يؤدي إلى تحويل هذه الشركات إلى شركات استثمار مشترك؛

ت- أن يكون لكل طرف من أطراف الاستثمار الحق في المشاركة في إدارة المشروع؛

ث- قد يكون الطرف الوطني شخصية معنوية تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص؛

ج- قد تكون المشاركة في الاستثمار من خلال تقديم الخبرة، المعرفة، العمل، التكنولوجيا، كما يمكن أن تأخذ المشاركة شكل تقديم المعلومات أو المعرفة التسويقية أو تقديم السوق، وليس بالضرورة لجوء الطرف الوطني أو الأجنبي لتقديم حصة في رأس المال؛

ويعد الاستثمار المشترك بالنسبة للدول النامية من بين أهم أشكال الاستثمار الأجنبي قبولاً لما يتميز به من مزايا خاصة ما تعلق منها بتخفيض درجة تحكم الطرف الأجنبي في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى قدرته في تنمية الملكية الوطنية وخلق طبقات جديدة من رجال الأعمال الوطنيين، كما أنه يساهم في زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية والتنمية التكنولوجية وخلق فرص عمل جديدة، وتحسين ميزان المدفوعات، وخلق علاقات تكامل اقتصادية مع النشاطات الاقتصادية والخدمية للبلد المضيف إذا ما أحسن تنظيمه وتوجيهه وإدارته. (Alasrag, 2007, P13)

3. 2. 2. الاستثمار المملوك كلياً من قبل المستثمر الأجنبي: يعد إنشاء فرعاً للإنتاج أو أي نوع آخر من أنواع النشاط الإنتاجي أو الخدمي داخل الدولة المضيضة من قبل الشركات المتعددة الجنسيات استثماراً أجنبياً بالكامل، هو الاستثمار الذي تتردد إزائه الكثير من الدول النامية بالنظر إلى الآثار السلبية التي يمكن أن تترتب على هذا النوع من الاستثمار محلياً ودولياً كالسيطرة والاحتكار لأسواق الدول المضيضة، بالإضافة إلى التبعية الاقتصادية المطلقة، والتي يمكن أن ينجر عنها فقدان القدرة على اتخاذ القرارات المصيرية في مختلف المجالات. (قحف، 1998، ص242) ولهذا النوع مزاياه ترتبط بزيادة تدفقات رأس المال الأجنبي التي تؤدي إلى كبر حجم المشروع وما يترتب عنه من زيادة مساهماته في تلبية احتياجات السوق المحلي وإيجاد فائض للتصدير

يسمح بتحسين وضعية ميزان المدفوعات والمساهمة في التحديث التكنولوجي وخلق فرص عمل مباشرة وغير مباشرة.

3. 2. 3. **مشروعات أو عمليات التجميع:** تقوم بموجب اتفاقية بين طرفين أحدهما وهو الطرف الأجنبي والآخر البلد المضيف، يتم بموجب هذه الاتفاقية قيام الطرف الأول بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين لتجميعها بشكل منتج نهائي، فالطرف الأجنبي في الكثير من الأحيان خاصة في الدول النامية يكون مصدر المعرفة والخبرة في مجال الإدارة والتصميم الداخلي للمصنع، بالإضافة إلى مختلف الأجهزة الرأسمالية الضرورية على أن يحصل مقابل ذلك على عائد مالي متفق عليه. (قحف، اقتصاديات الاعمال والاستثمار الدولي، 2001، صص 490-491)

وقد تأخذ مشروعات التجميع شكل الاستثمار المشترك أو شكل التملك الكامل للمشروع للطرف الأجنبي.

3. 2. 4. **عمليات التملك أو الاندماج:** وهي قيام شركات بشراء شركات أخرى أو الاندماج .

3. 2. 5. **الاستثمار في المناطق الحرة :** وتهدف إلى تشجيع إقامة الصناعات التصديرية، لذلك تسعى الدول إلى جعل المناطق الحرة جاذبة للاستثمار من خلال منح المشاريع الاستثمارية العديد من المزايا والحوافز والإعفاءات. (رمزي، 1999، ص26)

4. دور سياسات التحرير المالي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر:

من الناحية النظرية والتطبيقية لا يزال الجدل قائماً حول مختلف المزايا والمكاسب التي يمكن أن تترتب على عملية التحرير المالي التي تبنتها العديد من الدول النامية وكذا العائد الاقتصادي لها، حيث يعتقد المؤيدون للتحرير أن الأسواق المالية العالمية من شأنها أن تضمن التخصيص و التوزيع الأمثل للموارد، في ظل تحرير جميع المعاملات المرتبطة برأس المال العابر للحدود، وإزالة مختلف القيود الأخرى التنظيمية والتشريعية والكمية و السعرية التي يمكن أن تكون عائقاً أمام تدفق هذا النوع من رأس المال عبر الحدود.

يعزى ازداد حجم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة فيما بين الدول في العقدين الأخيرين إلى العديد من العوامل أهمها إزالة الحواجز أمام تدفقات رأس المال (سياسات التحرير)، وظهور ترتيبات إقليمية للتجارة الحرة ، بالإضافة إلى عوامل أخرى هي عبارة عن مزيج من قوى السوق (خاصة ما تعلق منها بمزايا الشركات الخاصة على المستوى العالمي) والتكنولوجيا. (Chuang Y.C and CM, 1999, PP37-117)

إذا يساهم التحرير المالي في زيادة كفاءة النظام الاقتصادي من خلال رفع الضوابط والقيود المفروضة على العمليات التي يقوم بها النظام المالي، الأمر الذي يزيد من قدرته على تعبئة الموارد وحسن توجيهها باتجاه القطاعات الأكثر إنتاجية، كما يتيح إلغاء تسقيف أسعار الفائدة للوسطاء الماليين إمكانية تجميع وتوفير المزيد

من رؤوس الأموال المعدة للإقراض، وهو ما يعني الرفع من مستوى التخصيص الأمثل لهذه الأموال، ورفع معدل إنتاجية رأس المال وكذلك زيادة الإنتاجية عن طريق تحسين مدخلات عوامل الإنتاج (الحسنكو، 2019، ص266)، كما يسمح التحرير المالي الخارجي الذي يقوم على تحرير حساب رأس المال بشكل كامل أو جزئي بتنشيط حركة رؤوس الأموال وزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، هذا الأخير يمكن أن يترتب عنه آثار إيجابية فيما يتعلق بتطوير النظام المالي المحلي (الوطني) في مقدمتها تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الحد من تقلبات أسعار الفائدة والقمع المالي، وتوفير رأس المال للمقترضين (دحمان، 2016، ص145-155)، بالإضافة إلى تنفيذ بعض الإصلاحات التي تمس البنية التحتية المالية للحد من مشكلة عدم تناسق المعلومات، بعبارة أخرى من شأن التحرير المالي الخارجي أن يعمل على تحسين جودة ونوعية الخدمات المالية، وأن يضمن توافرها كمياً ونوعياً على مستوى الأسواق المحلية عن طريق زيادة درجة المنافسة المصرفية، الأمر الذي يمكن من زيادة الكفاءة من خلال خفض تكلفة الحصول على المعلومات المرتبطة بالعملاء المحتملين ومعالجتها. (Hufbaver, 2008, P16)

إن ما يفسر لجوء الدول النامية إلى تطبيق سياسة التحرير المالي هو تشجيعها للاستثمارات الأجنبية المباشرة وزيادة حركية رؤوس الأموال باتجاهها، فضلاً عن سهولة وصولها إلى مصادر التمويل الدولية، وهو ما يساهم في زيادة قدرتها على تمويل برامج وخطط التنمية الاقتصادية لديها، كما أن التحرير المالي من شأنه أن يقلل من درجة تجزئة الأسواق المالية المحلية ويزيد من تكامل المراكز المالية، وهو ما يسمح بالوصول إلى تحقيق كفاءة أكبر في الأسواق المالية المحلية، ويفتح المجال أمام البنوك الأجنبية لنقل التكنولوجيا المتقدمة، التي سوف تساهم بلا شك في تطوير النظام المالي المحلي (رشيد، 2016، ص61). حيث يعد التطور المالي شرطاً ضرورياً لتدفق المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

وتكمن أهمية وجود التطور المالي في كون أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تؤدي إلى المزيد من المنافسة والترابط مع المنتجين المحليين، الأمر الذي يتطلب من هؤلاء تحديد تكنولوجياتهم وتحسين ممارساتهم لزيادة قدرتهم التنافسية، كما يتيح التطور المالي لرجال الأعمال الجدد والمحتملين الذين يفتقرون إلى مصادر أموال داخلية إمكانية الوصول إلى الأموال الخارجية والتخصيص الجيد لها، ويمنح للشركات الأجنبية فرصة الاقتراض لتمويل الأنشطة الابتكارية التي يستفيد منها الاقتصاد المحلي، ويشجع المدخرين على تحويل جزء من مدخراتهم إلى استثمارات، لذا يمكن القول بأن الأنظمة المالية المتحررة تلعب دوراً أكثر أهمية من الأنظمة غير المتحررة في تعزيز إمكانيات الوصول إلى أحدث التكنولوجيات، ورأس المال البشري (أسيا، 2005، ص39)، لذلك فإن التفاعل بين تأثير التحرير المالي باعتباره عاملاً رئيسياً محددًا للتنمية المالية

والاستثمار الأجنبي المباشر يمارس آثاره الإيجابية على النمو الاقتصادي (Saifddine Ayouni, 2014, P678)

5. الدراسة القياسية لعلاقة سياسة التحرير المالي بجذب الاستثمار الأجنبي المباشر

إيماناً بالدور الذي يلعبه القطاع المالي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ونموه من خلال زيادة خلق الثروة وتوفير فرص العمل وتحسين كفاءة و تنافسية الاقتصاد، سعت الدول العربية كغيرها من الدول النامية إلى العمل على تحرير نظامها المالي والمصرفي وتطويره من خلال لجوئها إلى اتخاذ جملة من الإجراءات التي تصب في هذا المسعى بعد سياسة الكبح التي عانت منها نظمها المالية لسنوات طويلة، كالتحرير التدريجي لمعدلات الفائدة وإعادة الاعتبار لدور النظام البنكي من خلال منحه العديد من الصلاحيات، خاصة ما تعلق منها بتسيير النقد والائتمان، وفتح السوق المالي المحلي أمام المنافسة الأجنبية، وتحرير حساب رأس المال، وفقاً لما جاء به تحليل (Mckinnon and shaw 1973) القائم على رفع القيود على البنوك التجارية وتحرير أسعار الفائدة الاسمية بهدف الوصول إلى معدلات فائدة حقيقية تسمح بزيادة معدلات الادخار والاستثمار لتحقيق النمو الاقتصادي، وإتاحة الإمكانية لغير المقيمين تحويل رؤوس الأموال من الدول العربية واليهما بغرض تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، وفق شروط محددة، وكذا الفوائد والإرباح والربوع، وبالتالي فإن أساس سياسة التحرير المالي هو التطور المالي الذي يعد أحد الدعائم الرئيسية لتعزيز معدلات النمو الاقتصادي في الدول العربية، رغم الاختلافات الموجودة فيما بينها خاصة في الجوانب المتعلقة بأوضاع قطاعها المالية والهيكل الاقتصادية، وكذا اختلاف مستويات الدخل، حيث تحدد هذه الأخيرة درجة عمق وتطور القطاعات المالية والمصرفية في هذه الدول.

6. المنهج (مناهج) الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سنحاول معرفة مدى تأثير سياسة التحرير المالي على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث شملت عينة الدراسة إحدى (11) دولة عربية هي (الجزائر، تونس، المغرب، السعودية، البحرين، الإمارات، قطر، الكويت، عمان، الأردن، مصر)، وذلك خلال الفترة الممتدة من (1990-2017)، لتكون لدينا $28 \times 11 = 308$ مشاهدة، حيث تم الحصول على الإحصائيات من قاعدة بيانات البنك الدولي، وباستخدام بيانات البانل، وهو ما يتيح لنا فيما بعد إمكانية الإجابة عن الإشكالية المطروحة سابقاً.

6. 1. بناء النموذج القياسي: سنحاول في هذا الجزء التطبيقي الوقوف على الدور الذي يمكن أن تلعبه سياسة

التحرير المالي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث يمكن التعبير عن المتغير التابع الذي يعبر عن الظاهرة محل الدراسة والمتغيرات المفسرة له بالصيغة التالية:

$$FDI = F(INF + M2 + CP + Kaopen + TO)$$

أما الشكل الرياضي للنموذج فيأخذ الصيغة التالية:

$$FDI_t = B_0 + B_1 CP_t + B_2 INF_t + B_3 M2_t + B_4 TO_t + B_5 Kaopen_t + \varepsilon_t$$

FDI : يمثل حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، ولقياسها اخترنا صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث أظهرت العديد من الدراسات وجود علاقة إيجابية بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ونمو الناتج المحلي الإجمالي المسجل في البلد المضيف.

CP : يشير إلى حجم القروض الممنوحة للقطاع الخاص، ويتم قياسه بنسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي، حيث تعبر ارتفاع أو انخفاض نسبة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص عن مستوى التحرير المالي الداخلي ومن تم إمكانية تحديد طبيعة العلاقة بين هذا المؤشر والنمو الاقتصادي.

INF : يستعمل هذا المؤشر لقياس درجة استقرار الاقتصاد الكلي ويقاس بمعدل تطور الرقم القياسي للأسعار، وهو مؤشر يترتب عنه في حالة ارتفاع معدلاته وجود معدلات فائدة حقيقية سالبة، الأمر الذي ينعكس سلباً على الاستثمار وعلى النمو الاقتصادي، كما يعبر عن البيئة غير المواتية لتحقيق التطور المالي.

M2 : تعبر عن مؤشر العمق المالي الذي يقاس بنسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعد من بين المؤشرات الأكثر أهمية كذلك في تقييم الوساطة المالية، حيث تعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر الدور الكبير التي تقوم به الوساطة المالية في الدول.

TO : يمثل درجة الانفتاح التجاري: و حسب الأدبيات الاقتصادية فإن الانفتاح التجاري له انعكاسات إيجابية على النمو الاقتصادي للدول، وهو يقاس بمجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات إلى إجمالي الناتج المحلي.

Kaopen : المؤشر Kaopen (Chinn-Ito (KAOPEN) index) سمي بهذا الاسم نسبة إلى الاقتصاديين Menzie D. Chinn و Hiro Ito، حيث يسمح هذا المؤشر بقياس درجة وشدة القيود المفروضة على المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال والتي يطلق عليها التحرير المالي الخارجي، ويستخدم لقياسه المتغيرات التالية: (Menzied. Chinn, 2007, p. 5).

– متغير يشير إلى وجود أسعار صرف متعددة؛

متغير يشير إلى وجود قيود على معاملات الحساب الجاري؛

– متغير يشير إلى وجود قيود على معاملات حساب رأس المال؛

– متغير يشير إلى ضرورة تسليم عائدات التصدير؛

، B0 , B1 , B2, B3, B4 : تمثل معلمات النموذج.

ع: يمثل خطأ التحديد .

6. 2. الأساليب القياسية المستخدمة لتقدير النموذج:

من بين المشاكل العملية التي يمكن مصادفتها قبل إجراء التحليل هي تحديد ما إذا كان يجب إجراء التقدير باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect model) أو باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية (Random effect model) ومن أجل تحديد النموذج المناسب، قمنا في البداية بإجراء التقدير على أساس كلا النموذجين (أنظر إلى الملاحق)، ولتحديد أي النموذجين أنسب تم استخدام اختبار (Hausman 1978)، حيث سيتم اختبار الفرضية H_0 نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب للتقدير، مقابل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب، وقد كانت نتائج الاختبار (أنظر إلى الملاحق)، وانطلاقاً من نتائج اختبار Hausman، واعتماداً على القيمة الاحتمالية له التي هي أقل من 5% فإننا نرفض الفرضية العدمية H_0 ، القائلة بالتقدير على أساس نموذج التأثيرات العشوائية (Random effect) ونقبل بالفرضية البديلة H_1 ، القائلة بالتقدير على أساس نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects).

7. النتائج:

للتأكد أولاً من صلاحية نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects) تم إجراء العديد من الاختبارات الإحصائية والقياسية، بحيث يتضح من خلال اختبار (Wooldridge 2002) رفض فرضية العدم، وهو ما ينم عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي، كما تشير اختبارات كل من اختبار Breusch-Pagan LM ، بالإضافة إلى اختبار Wald المعدل الذي قدمه (Greene 2000) ، إلى وجود مشكلة عدم تجانس التباين، (أنظر إلى الملاحق)، ما يلاحظ على نتائج نموذج التأثيرات الثابتة أنها غير قوية، لذلك ومن أجل معالجة مشكلة الارتباط الذاتي وكذا مشكلة عدم تجانس التباين، تم الاستعانة بطريقة FGLS التي تعمل على التخلص من هذه المشاكل الموجودة في نموذج التأثيرات الثابتة من خلال تصحيح الأخطاء المعيارية للمعاملات، حيث كانت نتائج التقدير على الشكل (انظر إلى الملحق رقم 6):

8. المناقشة:

من خلال النتائج المتوصل إليها بعد إعادة تقدير نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (FGLS) اتضح ما يلي:

- بالنسبة للمتغير CP الذي يشير إلى حجم القروض الممنوحة إلى القطاع الخاص معنوي جداً، ويعود إلى جملة الإجراءات التي تم اتخاذها بشأن التحرير المالي الداخلي القائم على زيادة كفاءة استخدام الموارد وتشجيع القطاع الخاص وفتح المجال أمامه للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي، والمساهمة في تنويع القاعدة الإنتاجية وهيكل الصادرات، من خلال تقديم مختلف التسهيلات لهذا القطاع خصوصاً ما تعلق منها بالحصول

على الائتمان اعترافاً منها بالدور الذي يلعبه في خلق القيمة المضافة، ومن ثم في رفع وتعزيز معدلات النمو الاقتصادي، هذه التطورات أدت زيادة أهمية تطوير القطاع المالي كاستجابة للاحتياجات التمويلية المتنامية، لأن تطوير القطاع المالي وتعزيز سلامته يمكن من الاستفادة من المزايا التي توفرها الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

- بالنسبة للمتغير **INF** الذي يشير إلى التضخم فهو غير معنوي، وهو يعني تحمل تكاليف إضافية، وهذا غير مشجع بالنسبة للمستثمر الأجنبي، رغم أنه يتوافق مع النظرية الاقتصادية، لأن ارتفاع معدل التضخم ينم عن جملة الاختلالات التي تعاني منها الأنظمة الاقتصادية للدول محل الدراسة، فارتفاع معدلات التضخم، وزيادة عجز الموازنة يعدان محددان رئيسيان لمدى الاستقرار الاقتصادي.

- بالنسبة لمتغير العمق المالي **M2** غير معنوي، وهو ما يفسر صعوبة الوصول إلى النظام المصرفي، وكذلك يعكس تدني مستوى الوساطة المالية في الدول محل الدراسة، وما يترتب عنه من تأثير سلبي على النمو الاقتصادي بسبب سلوك الوسطاء الماليين، بحيث لم تستخدم أموالهم في تعزيز الأنشطة الاستثمارية، لذلك يمكن القول أن عدم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بشكل كبير، مردوه تدني مستوى الوساطة المالية على مستوى هذه الدول، وهذا يتعارض مع ما توصل إليه **Agarwal و Mohtadi (2004)**.

- بالنسبة لمتغير الانفتاح الاقتصادي **TO** فهو معنوي، ويعكس جملة الإجراءات التي تم اتخاذها بشأن التحرير المالي الخارجي والتي كان لها تأثير إيجابي على زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم على الميزان التجاري، وهذا يتوافق والنتائج التي توصل إليها **Ljungwall and Khin (2007)** و **Alfaro et al. (2004)**، والتي أظهرت أن الانفتاح التجاري عاملاً مهماً وإيجابياً في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهو ما يعكس حجم الترابط الموجود بينهما.

- بالنسبة للمتغير **kaopen**، فهو معنوي، وهو ما يعني أن جزءاً من التغير الحاصل في حجم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يعود سببه إلى جملة الإجراءات العملية الصريحة التي اتخذتها الدول محل الدراسة فيما يتعلق بتحرير حساب رأس المال وكذا ورفع القيود المفروضة على حركة رأس المال و الدفع باتجاه التحرير الكامل، حيث أن تحرير حساب رأس المال يؤدي إلى تدفق رأس المال المالي من بلد إلى آخر عندما يختلف مستوى التنمية المالية، وهنا يجب الإشارة إلى ضرورة أخذ الحيطة والحذر من الآثار السلبية التي يمكن أن يترتب عنها ووقوعها في أزمات تعمق من الاختلالات التي يعاني منها اقتصاديات هذه الدول، لذا يتعين عليها الاستمرار في بذل المزيد من الجهود ووضع السياسات الرامية إلى تحقيق التطور المالي وزيادة كفاءة نظمها المالية لزيادة الاستفادة من حجم التدفقات المالية.

9. الخاتمة:

تهدف سياسة التحرير المالي إلى إلغاء القيود والضوابط المفروضة على تنويع المدخرات المحلية وتطوير القطاع المالي كمؤشرا مهما في تحديد درجة جاذبية البلد الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، إذا يصعب إقناع هذا الأخير بالاستثمار في ظل عدم توفر بعض الشروط في مقدمتها وجود قطاع مالي متطور يسمح له بتوجيه الموارد المالية باتجاه القطاعات الأكثر إنتاجية.

الدول العربية وبالرغم من الجهود التي بذلتها من أجل تحسين مناخها الاستثماري من خلال اتخاذ جملة من الإجراءات العملية في مقدمتها تحرير قطاعها المالي، وتبنيها خيار الانفتاح الذي أتاح لغير المقيمين فيها حرية تحويل رؤوس الأموال من وإلى الدول العربية لتمويل مختلف المشاريع و الأنشطة الاقتصادية لديها، وبالرغم من الإمكانيات والقدرات التي تتمتع بها، فإن نصيبها من الاستثمار الأجنبي المباشر بقي ضعيفا، رغم تباينه فيما بين هذه الدول؛ وهو ما يعني أن المنظومة البنكية للدول العربية لا تزال تواجه العديد من التحديات التي أملتتها التغيرات المتسارعة التي تعرفها البيئة الاقتصادية الدولية، بناء على ما سبق يمكن استخلاص النتائج التالية:

- يشكل تحرير القطاع المالي وتطويره تحديا حقيقيا بالنسبة للدول العربية في ظل التحولات التي تعرفها البيئة الاقتصادية والمالية العالمية؛
- على الدول العربية أن تعمل على رفع القيود والضوابط أمام تدفق الاستثمارات الأجنبية بمختلف أنواعها، لأن ذلك يعد من أهم عناصر التحرير المالي؛
- على الدول العربية أن تعمل على تحقيق درجة معينة من التطور المالي كشرط أساسي للاستفادة من المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي المباشر .

10. قائمة المراجع:

- أحمد زغدار. (2004، ص159). الاستثمار الاجنبي المباشر كشكل من أشكال التحالفات الاستراتيجية لمواجهة المنافسة. مجلة الباحث .
- أحمد زغدار. (بلا تاريخ). مرجع سابق. 2004، ص160 .
- الجودي صاطوري. (2010، ص56). تحديات القطاع المصرفي الجزائري نحو الانفتاح الاقتصادي. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة تبسة .

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا. (2005، ص39). الاتجاهات الاقتصادية وأثارها، سلوكيات القطاع المصرفي وكفاءته في مجال الاقراض في بلدان مختارة أعضاء في الاسكوا. نيويورك: الامم المتحدة.
- أمنة بن دحمان. (2016، صص 145-155). التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة أبي بكر بلقايد.
- رعد رياض الحسنيكو. (2019، ص266). دور التحرير المالي في تعزيز العلاقة بين الاستثمار الاجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في مجموعة من الدول العربية للفترة 2004-2016. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية .
- زكي رمزي. (1999، ص26). عولة الاسواق المالية: الفرص والمحاذير للبلاد النامية. المؤتمر العلمي الرابع للاقتصاديين الكويتيين يومي 26 و27 ابريل 1999. الكويت.
- زهير عماري، حافظ أمين بوزيدي. (2018، ص214). أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على البطالة في الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة ARDL الفترة 1996-2014. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العراق.
- سرمد كوكب الجميل. (2000، ص10). تحديات العولة وخيارات الاستجابة، وتحليل اتجاهات التحرير المالي اتجاه الاستثمارات الاجنبية. العولة وأبعادها الاقتصادية. الاردن: جامعة الزرقاء الاهلية.
- صالح مفتاح، دلال بن سميعة. (2008، ص109). واقع وتحديات الاستثمارات الاجنبية المباشرة في الدول النامية- دراسة حالة الجزائر-. مجلة بحوث اقتصادية عربية .
- صبرينة صالح. (2012). أمات القطاع المصرفي والمالي بين حدود التحرير المالي وضمانات الحكومة. مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة ، 131.
- طارق عبد العال حماد. (2003، ص41). التطورات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك. مصر: الدار الجامعية.
- عاطف وليم أندرواس. (2007، 203). أسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها. مصر: دار الفكر الجامعي.
- عاطف وليم أندرواس. (2007، ص209). مرجع سابق.
- عاطف وليم أندرواس. (2007، ص87). مرجع سابق.
- عاطف وليم أندرواس. (2007، ص204). نفس المرجع.
- عبد السلام أبو قحف. (2001، صص 490-491). اقتصاديات الاعمال والاستثمار الدولي. مصر: مكتبة الاشعاع الفنية.
- عبد السلام أبو قحف. (1998، ص242). مقدمة في ادارة الاعمال الدولية. مصر: مكتبة الاشعاع الفنية.

- عبد القادر بريس. (2006، ص37). التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية. جامعة الجزائر - الجزائر.
- عبد الكريم بعداش. (2008، ص48). الاستثمار الاجنبي المباشر وأثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005. الجزائر: كلية الاقتصاد جامعة الجزائر.
- فضيلة رشيد. (2016، ص61). التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية. الجزائر.
- فضيلة زواوي. (2016، ص57). التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية. الجزائر.
- فضيلة زواوي. (2016، ص59). التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، مرجع سابق. الجزائر: جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.
- فضيلة زواوي. (2016، ص59). مرجع سابق. الجزائر.
- فضيلة زواوي. (2016، ص61). مرجع سابق.
- فيصل شرول، عبد القادر رملوي. (2016، ص44). الاثار الدينامكية للاستثمارات الاجنبية المباشرة على معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر. مجلة التنظيم والعمل .
- كمال العقريب. (2012، ص203). استراتيجيات القطاع المالي العربي في مواجهة تحديات التحرير المالي. مجلة الاقتصاد الجديد .
- مصطفى بابكر. (2004، صص 18-19). تطوير الاستثمار الاجنبي المباشر. الكويت: المركز العربي للتخطيط.
- نزار العبسي. (2007). تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي (الحالة الاردنية). مجلة جامعة النجاح للابحاث (العلوم الانسانية) ، 109.

- Baptiste Vent ,2004) .PP35-36 .(Les approches théoriques de la libéralisation financière .France: Université Paris IX Dauphine.
- Chandrasekhar, C. (2004). Financial liberalization and the macroeconomics of povertyReduction. Draft thematic Summary on financial liberalization for the Asia-pacific programme on the macroeconomics of povertyReduction , PP2-3.
- chirwa Montfort MLachila and w ,2004) .P4 .(Financial Reforms and Interest Rate spreads in the commercial Banking system in MALAWI .Washigton: IFM.
- Fakhri Issaoui Saifddine Ayouni ,2014) .P678 .(Financial Liberalization, Foreign direct investment and économique Grawth: ADynamic Panel data validation .International Journal of économics and Financial, Issues.
- Hussien Alasrag,2007) .P13 .(Foreign direct investment development policies in the Arab Countries .Munich Personal REPEC Archive (MPRA.(
- Lin Chuang Y.C and CM,1999) .PP37-117 .(FDI,R &D and Spillover efficiency: Evidence from Taiwan's Manufacturing firms .Journal of Development studies.

- Matthew Adler and Gary Clyde Hufbauer, 2008). P16. (Policy Liberalization and FDI Growth 1982-2006. WashingtonDC: Peterson Institute.
- Oualid LAJILI, 2015). P22. (Libéralisation Financière, Ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement. France: Université de Toulon.
- Schmukler Sergio, 2004). P25. (Benefits and Risks of financial Globalisation, Challenges for developing Countries. Washington: Word Bank.

11. ملاحق

الملحق رقم (1): نتائج الاختبار باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة Fixed effects

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs = 896
Number of groups = 32
R-sq: within = 0.0517
between = 0.3134
overall = 0.1601
obs per group: min = 28
avg = 28.0
max = 28
F(5,859) = 9.37
Prob > F = 0.0000
corr(u_i, Xb) = -0.1103

fdi	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
cp	.0027473	.0122915	0.22	0.823	-.0213777 .0268722
inf	-.0003932	.0004486	-0.88	0.381	-.0012737 .0004873
m2	.0500962	.012151	4.12	0.000	.0262471 .0739454
to	.0106474	.0042893	2.48	0.013	.0022286 .0190662
kaopen	1.352641	.5634716	2.40	0.017	.2466986 2.458583
_cons	-.9295395	.6287818	-1.48	0.140	-2.163668 .304589
sigma_u	2.6352032				
sigma_e	3.6599191				
rho	.34142249				(fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(31, 859) = 9.63 Prob > F = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0

الملحق رقم (2): نتائج الاختبار باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية Random effects

Random-effects GLS regression
Group variable: id
Number of obs = 896
Number of groups = 32
R-sq: within = 0.0472
between = 0.4511
overall = 0.2153
Obs per group: min = 28
avg = 28.0
max = 28
Random effects u_i ~ Gaussian
corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(5) = 72.36
Prob > chi2 = 0.0000

fdi	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
cp	.0154778	.0114218	1.36	0.175	-.0069085 .0378641
inf	-.0004753	.0004472	-1.06	0.288	-.0013519 .0004013
m2	.0325263	.0105718	3.08	0.002	.0118061 .0532466
to	.0164672	.0036123	4.56	0.000	.0093872 .0235472
kaopen	.9018662	.4775911	1.89	0.059	-.0341951 1.837928
_cons	-.7809402	.6119951	-1.28	0.202	-1.980428 .4185481
sigma_u	2.0252814				
sigma_e	3.6599191				
rho	.23442978				(fraction of variance due to u_i)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0

الملحق رقم (3): نتائج اختبار Hausman

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
cp	.0027473	.0154778	-.0127305	.0045415
inf	-.0003932	-.0004753	.0000821	.0000352
m2	.0500962	.0325263	.0175699	.0059904
to	.0106474	.0164672	-.0058198	.0023129
kaopen	1.352641	.9018662	.4507748	.2990101

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 13.28
Prob>chi2 = 0.0209
(V_b-V_B is not positive definite)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0

الملحق رقم (4): نتائج اختبار الارتباط الذاتي test d'Auto-correlation

Breusch-Pagan LM test of independence: chi2(496) = 1339.188, Pr = 0.0000
Based on 28 complete observations over panel units

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0

الملحق رقم (5): نتائج اختبار hétéroscédasticité des erreurs test d'hétéroscédasticité des erreurs

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (32) = 1.0e+05
Prob>chi2 = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0

الملحق رقم (6): estimating the effect model using FGLS method

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic with cross-sectional correlation
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6970)

Estimated covariances	=	528	Number of obs	=	896
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	32
Estimated coefficients	=	6	Time periods	=	28
			Wald chi2(5)	=	1312.80
			Prob > chi2	=	0.0000

fdi	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
cp	.032484	.0021548	15.08	0.000	.0282607	.0367073
inf	-.0000933	.0000801	-1.16	0.244	-.0002503	.0000637
m2	.0002624	.0014112	0.19	0.852	-.0025034	.0030283
to	.0186265	.0006048	30.80	0.000	.0174411	.0198119
kaopen	.2894953	.0866627	3.34	0.001	.1196395	.4593511
_cons	.0635846	.1279617	0.50	0.619	-.1872157	.3143849

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 11.0