

الدكتور بوتلجة جمال عبد الناصر

الطالبة ناصر ي نفيسة

Abstract:

This work aims to highlight the relationship between the effect of changes in exchange rates and FDI flows, as the returns of these investments must be compared with the exchange rate risks when investing abroad, so that the appropriate investment decision, in addition, the risk of exchange rate cause different cost of capital for companies located in areas of differing currencies, and thus affect the flow of foreign investments, in an attempt to abort it to the reality of Algeria and the disclosure of the most important concepts associated with exchanges rates and FDI. Have concluded this study given results obtained from test relations of long-term between the exchange rate of the dinar and foreign direct investment flows, using the co integration method to the absence of any relationship between the two variables in the long term, and is due to several reasons including that: the process of reducing the dinar, which was in two phases in 1991 and 1994 were not sufficient For the theoretical results, FDI inflows recorded in the floating orbit were not a foregone conclusion for the exchange rate regime, but were the result of a policy to encourage investment, and guarantees for foreign investors, as well as the attention of the Algerian authorities to provide the appropriate environment to attract that kind of investments.

Key words:

Foreign direct investment (FDI), exchange rate, exchange rate policies, investment climate, the co integration.

المقدمة

لقد ظهرت الاستثمارات الأجنبية المباشرة كأحد أهم أوجه العلاقات الاقتصادية بين الدول النامية و الدول المتقدمة، لما لها من أهمية ودور كبير في التأثير على تمويل الاقتصاد بصفة خاصة و على التنمية الاقتصادية بصفة عامة، حيث يشهد العالم النامي زيادة ملحوظة في نصيب الاستثمارات الأجنبية المباشرة من إجمالي صافي التدفقات خاصة في التسعينيات من القرن الماضي، حيث تفسر هذه الزيادة في الاتجاه نحو اقتصاد السوق في معظم الدول النامية، وتحرير التجارة والاستثمار، فضلا عن مساهمة هذه الدول في تحقيق التكاملات الاقتصادية الإقليمية و العالمية، هذا خلافا لما كان عليه في فترة الستينات و السبعينات من القرن الماضي من انعدام الثقة حيث اعتبرت كثير من الدول أن هاته الاستثمارات تمثل تهديدا حقيقيا على سيادتها الوطنية و استغلال ثرواتها.

إن الاستثمارات الأجنبية و ما تتميز به من نقل للتكنولوجيا الحديثة و إسهامها في تراكم راس المال و اعتبارها مصدرا لرفع كفاءة راس المال البشري و زيادة قدراته الإدارية و التنظيمية العالية و التي أكدتها و اهتمت بها النماذج النيوكلاسيكية و الحديثة للنمو الاقتصادي.

تلك المميزات جعلت معظم الدول تتسابق إلى منح التدابير و التحفيزات و تحديث تشريعاتها لدعم الاستثمار الأجنبي المباشر، في ظل تواجد فجوة (الادخار-الاستثمار) و الصادرات و الواردات و مواجهتها للعديد من المشكلات كأزمة المديونية الخارجية نتيجة اعتمادها على القروض الخارجية، و تعد الجزائر من الدول النامية التي عانت من المشكلات الاقتصادية كلية في الثمانينات و بداية التسعينات من القرن العشرين حيث ارتفعت مديونيتها الخارجية، وعانت العجز في موازنتها العامة و انخفضت معدلات النمو الاقتصادي، و انخفاض كل من الادخار و الاستثمار و نتيجة لذلك

قامت الجزائر بإجراء إصلاحات اقتصادية شملت مختلف القطاعات مع تطبيق برامج للإصلاح الاقتصادي و التكيف الهيكلي، الذي ساعد على توفير بيئة جديدة للاستثمار.

-إشكالية الدراسة

يشكل دراسة موضوع قياس تأثير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة أحد أهم الانشغالات التي تطرق لها الاقتصاديون من خلال الدراسات المختلفة التي قاموا بها، حيث أكدت بعض الدراسات أهمية إستقرار مستويات أسعار الصرف في جذب الإستثمار الأجنبي المباشر ورفع معدلاته، في حين قامت دراسات أخرى بقياس تلك العلاقة آخذين بعين الإعتبار تأثير متغيرات أخرى، مثل هيكل السوق التنافسي (محلي أو أجنبي)، درجة انفتاح السوق، درجة نمو و تطور اقتصاد الدولة المضيفة، في عالم تزايدت فيه أهمية حركة رؤوس الأموال خاصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة اتجاه الدول النامية، منها الجزائر، و لهذا نحاول من خلال هذا البحث دراسة تأثير سعر الصرف على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر و محاولة معرفة نوعية هذا التأثير.

من خلال ما سبق يمكن طرح التساؤلات التالية:

- كيف يمكن ان يتأثر جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بسعر الصرف؟
- ماهي التأثيرات الايجابية لسعر الصرف على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر؟ وكيف يمكن تجنب آثاره السلبية؟

- ماهي أهمية و حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر؟
- ماهي القطاعات التي استحوذت على قدر أكبر من هذه التدفقات؟

-فرضيات الدراسة

تقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

- الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتأثر بتغيرات سعر الصرف الذي يعتبر احد هذه المعايير الاقتصادية.
- تعمل الجزائر كغيرها من الدول النامية على توفير سياسة مناسبة لسعر الصرف من اجل اجتذاب استثمارات أجنبية مباشرة أكثر إلى مواطنها.

-أهمية و أهداف البحث

يكنسي هذا الموضوع أهمية بالغة كونه يسعى الى:

- محاولة إبراز العلاقة ما بين الاستثمار الأجنبي و تغيرات أسعار الصرف والآثار المترتبة عن هذه العلاقة، وما أهمية وضرورة توفر سياسات ملائمة تشجع جذب هذا النوع من الاستثمارات إضافة إلى محاولة إسقاط ذلك على واقع الجزائر.

- محاولة البحث عن طرق قياس و اختبار العلاقة بين متغيري سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق استخدام الاقتصاد القياسي لدراسة هذه العلاقة و محاولة التعبير عنها كميًا.
- الكشف عن أهم المفاهيم المرتبطة بأسعار الصرف و الاستثمار الأجنبي.

- محاولة اضافة شيء جديد للدراسات السابقة في هذا الميدان.

-الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة

لقد تم تحديد فترة الدراسة على مدى ثمانية و ثلاثون سنة (1970-2008) نظرا لمرور الاقتصاد الجزائري بمراحل مهمة من الإصلاحات و التحولات الاقتصادية خلال هذه الفترة مشتملة على تغييرات هامة في سياسات و أنظمة سعر الصرف و صدور قوانين مختلفة فيما يخص جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

أولاً:أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاديات النامية:

قد شهد النصف الثاني من القرن الماضي، إهتماما واسعا بقضايا الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل الإقتصاديين ورجال الأعمال والحكومات، نظرا لدور الإستثمار الأجنبي المباشر في دعم نمو إقتصاديات الدول النامية خاصة خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة، حيث شهد زيادة كبيرة في حجم التدفقات الإستثمارية للدول النامية، وقد أعطى الإستثمار المباشر دفعة هامة لمسيرة التكامل العالمي، بإعتباره يشكل مصدرا هاما من مصادر التمويل الخارجي، كما يمكن إعتباره مؤشرا على إنفتاح الإقتصاد وقدرته على التكيف مع المستجدات العالمية، في ظل ظاهرة العولمة وسيطرة الشركات متعددة الجنسيات على حركة السلع والخدمات والأسواق، كما يعتبر الإستثمار الأجنبي المباشر مصدرا لرفع كفاءة رأس المال البشري، والتغير التكنولوجي في الإقتصاديات النامية وبالتالي أصبح محفزا للنمو الاقتصادي، ونتيجة لذلك أصبحت الحكومات تتنافس مع بعضها البعض لجذب المزيد من تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر، وأولى العديد من متخذي القرار في الدول النامية إهتماما بالغاً لفهم ودراسة العوامل والحدود التي تجعل من مواطنهم أماكن حاذبة لتدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة.

-تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعرّف الاستثمار الأجنبي المباشر حسب ريمون بارتريال (*Raymond Barriél*) بأنه " نموذجيا، الإستثمار المباشر الأجنبي يعني مساهمة إستثمار مال مؤسسة في مؤسسة أخرى، وذلك بإنشاء فرع في الخارج أو الرفع من رأس مال الأخيرة أو إسترجاع مؤسسة أجنبية، تكوين مؤسسة أجنبية رفقة شركاء أجنب و بأرفع مستوى الإستثمار الأجنبي المباشر هو وسيلة تحويل الموارد الحقيقية ورؤوس أموال من دولة إلى أخرى وخاصة في الحالة الابتدائية عند إنشاء المؤسسة"ⁱ.

كما يُعرّف الإستثمار الأجنبي المباشر بأنه إستثمار مؤسسة مقيمة، بغرض جلب أرباح دائمة في مؤسسة مقيمة باقتصاد أجنبي، ويمكن للمستثمرين التحكم في تلك المؤسسة جزئيا أو كليا، والإستثمار الأجنبي المباشر يشمل العملية الابتدائية بين شركتين وكل العمليات اللاحقة لرأس المال بينها وبين الشركات وفروعها.ⁱⁱ

إن الاستثمار الأجنبي المباشر هو مجموع التدفقات النقدية الأجنبية الى البلد المضيف، و التي تمكن من المساهمة في رأسمال الشركات في البلد المضيف.ⁱⁱⁱ

الواقع أن الاستثمار الأجنبي المباشر ليس فقط تبادل أو انتقال الملكية لإستثمار محلي من المقيمين المحليين إلى المقيمين الأجانب، و لكن ايضا آلية حوكمة شركة فيها يمارس المستثمر الأجنبي الإدارة و السيطرة على شركة البلد المضيف.^{iv} كما أن تعاريف الإستثمار الأجنبي المباشر لا تلق إتفاقا بين المنظمات الاقتصادية الدولية والدول إلا أنها تشترك في مقياسين أساسيين هما: الملكية ومراقبة المؤسسة المستثمر فيها، في هذا الإطار يمكن أن نلجأ إلى تعريفين أساسيين، تعريف صندوق النقد الدولي (FMI) وتعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) نظرا لإستعمالهما كمرجع من قبل عدة دول عند تسجيل تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر في ميزان المدفوعات، إضافة الى تعاريف بعض المفكرين الاقتصاديين.

ويعرّف الإستثمار الأجنبي المباشر، بأنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في إقتصاد ما في مشروع مقام في إقتصاد آخر، ووفقا للمعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي يكون الإستثمار مباشرا عندما يرسي أحد المستثمرين الأجانب علاقة طويلة الأجل، مع إحدى المشاريع ويمتلك نسبة 10% أو أكثر من أسهم رأس مال المشروع ومن عدد الأصوات فيها، وتكون هذه الحصة كافية لإعطاء المستثمر قدرا ملحوظا من التأثير والنفوذ على إرادة ذلك المشروع.^v

أما منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فقد اعتبرت أن الإستثمار الأجنبي المباشر "ينطوي على تملك المستثمر حصة لا تقل عن (10%) من إجمالي رأس المال أو قوة التصويت".^{vi}

كما يعرف الأونكتاد الإستثمار الأجنبي المباشر بأنه نوع من الإستثمار الدولي، وفي ظله يقوم مقيم في دولة ما بالمساهمة أو إمتلاك مشروع في دولة أخرى، على أن تكون نسبة الملكية من الأسهم، أو القوة التصويتية (10%) أو أكثر.^{vii} ويتميز هذا الشكل من أشكال التدفقات المالية عن غيره من الأشكال الأخرى، بأنه يتضمن تحركات رأس المال ليس فقط في شكل حصص ملكية وإنما في شكل آلات وتكنولوجيا ومعرفة ومهارات، فضلا عن أن مشاركة المستثمر في إدارة المشروع في حالة الإستثمار المشترك، أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الإستثمار وبالتالي يقل عنصر المخاطرة.^{viii}

- الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية

على الرغم من التحسن الذي شهدته الدول النامية جراء إعادة هيكلة اقتصادياتها وتحسين مناخ استثمارها، إلا أن نصيبها من الإستثمار الأجنبي المباشر يضل دوما أقل بكثير من نصيب الدول المتقدمة وهذا ما يؤكد الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1) تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر في العالم في الفترة 2003-2005 مليون دولار

الدول	التدفقات الى الداخل			التدفقات الى الخارج			
	2003	2004	2005	الحصة للعام	2003	2004	2005 (%)
الدول المتقدمة	358,539	396,145	542,31	59,19	514,806	686.262	82,98
الدول النامية منها	175,138	275,032	334,28	36,48	35,566	112,833	15,08
الصين	53,505	60,630	72,406	7,90	152 -	1805	1,45
هونغ كونغ	13,624	34,032	25,897	3,92	5,492	45,716	4,18
سنغافورة	10,376	14,820	20,083	2,19	3,143	8,512	0,71

0,79	6171	4,432	1,253	1,17	18,055	18,674	14,184	المكسيك
0,32	2,517	9,807	249	1,64	15,066	18,146	10,144	البرازيل
1,96	15,227	6,731	1,263 -	4,11	37,650	21,615	15,682	الدول العربية منها
0,86	6,661	1,007	991	1,31	12,000	8,359	4,256	الامارات
0,01	92	159	21 -	0,59	5,376	2,157	237	مصر
0,15	1183	709	83	0,51	4,628	1,942	778	السعودية
0,02	174	32	20	0,82	2,933	1,070	2,429	المغرب
0,09	715	827	611	0,28	2,573	1,899	2,860	لبنان
-	-	-	-	0,25	2,305	1511	1,349	السودان
1,93	15,056	13,973	10,731	4,33	39,679	39,577	24,192	دول اخرى
100,00	778,72	813,068	561,104	100,00	916,27	710,755	557,869	العالم

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، تقرير الإستثمار في العالم 2006

حيث تشكل الصين وهونج كونج وسنغافورة والمكسيك والبرازيل أكثر الدول استقطابا للإستثمار الأجنبي المباشر إليها من بين الدول النامية حيث بلغت التدفقات التي تلقتها تلك الدول في عام 2005 نحو 161,5 مليار دولار وما نسبته 17,6% من إجمالي العالم للإستثمار المباشر إلى الداخل، إضافة إلى ذلك فإن تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الصادر من هذه الدول الخمس إلى الخارج قد بلغت حوالي 58,1 مليار دولار أي ما نسبته 7,5% من إجمالي الإستثمار الأجنبي الصادر إلى الخارج، مما يعكس تزايد دور هذه الدول كمصدر للإستثمار الأجنبي المباشر للاستفادة من عولمة التصنيع والتجارة.

أما بالنسبة للدول العربية، فقد شهدت نموا ملموسا لتدفق الإستثمار الأجنبي المباشر خلال السنوات الثلاثة الأخيرة، فبلغت في عام 2005 حوالي 37,7 مليار دولار مقابل 27,6 مليار دولار خلال عام 2004 أي بزيادة قدرها 74% مقارنة مع تدفقات عام 2003 ونسبة 4,1% من إجمالي التدفقات الواردة في العالم. أما قيمة الإستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة من البلدان العربية فقد نمت بأكثر من الضعف ونسبة 2% من إجمالي التدفقات الصادرة في العالم وذلك عام 2005 بعدما كانت ضعيفة عام 2003 ورغم تحسنها عام 2004.

-مخاطر الاستثمارات

يقصد بمخاطر الإستثمارات الأجنبية المباشرة تلك المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، و التي تكون ناتجة عن عوامل، سياسية، قانونية،.... الخ. هذه المخاطر لا تنصب على أصل الإستثمار فقط بل تقع أيضا على دخله، و لا يقصد بالمخاطر احتمال الخسائر فقط لأن المخاطر تنطوي أيضا على احتمال الربح و لا يمكن لأي مستثمر أن يرسم خطته على أساس سليم إلا إذا كان ملما بالمخاطر التي يتعرض لها استثماره.

و بالتالي فبعد أن ينتهي المستثمر من تحديد أهدافه الإستثمارية و الإلمام بالاعتبارات الواجب أخذها في الحسبان لتحقيق هذه الأغراض و قبل اختبار الأنواع العامة للإستثمار ينبغي عليه أن يكون على بينة تامة من المخاطر التي سيقابلها.

و لا يعني هذا أن المخاطر ينبغي تجنبه أو على الأقل تخفيضه، لأن بعض المستثمرين يمكنهم تحمل الكثير من المخاطر، و لكن البعض الآخر لا يتمكن من ذلك، ومن ثم فالأمر الهام هو الربط بين الأغراض و بين تحمل المخاطر و ذلك بطريقة واقعية رشيدة و في الواقع أن المشكلة المركزية للاستثمار هي تصميم برنامج يمكنه من مقابلة أغراض و أهداف المستثمر بدون أن يتحمل مخاطر تفوق طاقته و مقدرته، ويمكنه أن ينتج دخلاً أو عائداً يتناسب مع تلك المخاطر^{ix}.

1-1 المخاطر السياسية

يعرف بريلي و مايوز *BREALY et MAYERS* المخاطر السياسية التي يتعرض لها المستثمرين الأجانب "في نقض الحكومة لوعودها لسبب أو لآخر وبذلك تتراوح المخاطر السياسية من مجرد مخاطر محدودة التأثير إلى مخاطر استيلاء الحكومة الأجنبية كلية على عمليات الشركة^x ونظراً للنتائج الخطيرة المترتبة على ذلك فيجب على الشركات المتعددة الجنسيات تخفيض المخاطر إلى حدها الأدنى.

من الأسباب المتبعة هي ربط عمليات الفرع الأجنبي بالشركات الأم كأن تعتمد عمليات الفرع الأجنبي كلية للخبرة النفسية والفنية والتكنولوجية التي تزود بها الشركة الأم وأن تكون منتجات الفرع ممثلة في مادة وسيطة تستخدم في عمليات الشركة الأم مثل هذه الترتيبات من شأنها أن تضعف من سعي الحكومة الأجنبية للاستيلاء على الشركة وهناك أسلوب آخر تستعمله الشركة *FORD* الأمريكية للسيارات وذلك بأنها تعمل على صنع جزء معين من أجزاء السيارة في دولة ما وتعمل على صنع جزء آخر في دولة أخرى الأمر الذي يجعل من الفرع المصنع لنوع معين لقطع الغيار في الدولة المضيفة فرع ليست له قيمة كبيرة و معتبرة اقتصادياً الأمر الذي يخفف من التبعية السياسية على كل فرع من فروع الشركة الأم في الدول المضيفة و بالتالي تخفيض التبعية السياسية على الشركة الأم كنتيجة لهذه الاستراتيجية، كذلك يجب على الحكومة أن تتخذ من الترتيبات ما يضمن عدم نقض الحكومة الأجنبية لإلتزاماتها على المدى البعيد.

وهناك قيود أخرى أو نوع من المخاطر السياسية تتمثل في وضع قيود على تحويل الأرباح المتولدة إلى الشركة الأم في الشكل توزيعات وذلك بتقديم قروض إلى الفرع الأجنبي بدلا من تدعيم رأس المال والحصول على العائد في شكل فوائد^{xi}.

1-2- أخطار مرتبطة بملكية الإستثمار^{xii}: و تحدث عندما

- يصعب على المؤمن أن ينفذ حقوقه المرتبطة بالإستثمار،
- تحطم شركة المؤسسة الأجنبية المستثمرة بصفة كلية أو جزئية،
- عرقلة عمل المؤسسة الأجنبية بصفة كلية أو جزئية.

1-3- أخطار عدم الدفع أو عدم التحويل:

عدم تمكن المؤمن من استلام حقوقه المرتبطة سواء ببيع الإستثمار أو استبدال الإستثمار، في هذه الحالة، يجب أن تكون أسبابها سياسية، طبيعية، و تكون مدة الضمانات بصفة عامة طويلة و تختلف من مؤمن إلى آخر.

1-4- مخاطر أسعار الصرف:

تعرض الشركات المتعددة الجنسيات و المصدرون و المستوردون إلى نوع من المخاطر يطلق عليها مخاطر الصرف أو التبادل ترجع اساسا لتقلبات التي تحدث في أسعار الصرف بين العملات نتيجة انخفاض عملة الدولة المضيفة أو للتضخم بسبب عوامل أخرى و كما أوضحت بعض الدراسات التطبيقية أن الشركات المتعددة الجنسيات تتفاعل بردود فعل عكسية مع تقلبات أسعار الصرف حيث أوضح *Cushman* أن الشركات المتعددة الجنسيات تنجذب إلى الدول بعد حدوث تخفيض في قيمة العملة، أو عندما تتوقع تضخم في الدول المضيفة، كما أوضح أن الشركات التابعة تأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف لتحديد التدفقات الإستثمارية، حيث أن تقلبات أسعار الصرف تؤدي إلى تغيرات سريعة في الربحية النسبية للعوائد الإستثمارية في الدول المضيفة مقارنة بالبدائل الأخرى المتمثلة في تحويلها إلى الخارج أو إعادة توزيعها.

كما ان قيمة الأصول و الخصوم المتعلقة بالفروع و المسجلة محاسبيا بالعملة الأجنبية تكون موضوع اختلاف تطور معدلات الصرف بين موطن المؤسسة الرئيسية و موطن فروعها و تقييم الأثر عند دراسة وضعية الصرف^{xiii}.

تميز طبيعة الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالاختلاف فهي لا تقتصر على مجرد انتقال راس مال بل تعتبر أيضا صفة متكاملة تتضمن إنشاء مشروعات و توريد تكنولوجيا و خبرات تنظيمية إدارية بغض النظر عن الاختيارات و التفضيلات التي تنطوي عليها فان مسألة الصرف الأجنبي تأخذ حيزا يفرض نوعا من الاهتمام من خلال الترابط بين المؤسسة و فروعها و ذلك من خلال :

- إن الاستثمار المباشر في الخارج سوف يتولد عنه تغيير في مستوى الصرف يظهر على مستوى عدة عمليات.
- قيمة الأصول و الخصوم المتعلقة بالفروع و المسجلة محاسبيا بالعملة الأجنبية تكون موضوع اختلاف تطور معدلات الصرف بين موطن المؤسسة الرئيسية و موطن فروعها و تقييم الأثر عند دراسة وضعية الصرف.
- عمليات متعلقة بالتدفقات بين المؤسسة و فروعها و تتمثل في نوعين من التدفقات :
- تدفقات مالية: من المؤسسة الرئيسية إلى فروعها و تكون التدفقات العكسية من الفروع إلى المؤسسة الرئيسية كأقساط الأرباح و الرسوم.
- تدفقات تجارية: و على الخصوص الصادرات و الواردات بين الفروع و المؤسسة الأم و تزداد أهمية هذه التدفقات مقارنة بباقي نشاطات المؤسسة و فروعها في حالة الصناعات التي تتسم بطابع تكاملي بين المؤسسة و مختلف الفروع وهو ما يفسر نوعا من التطور التاريخي لنظرية تقسيم العمل.
- و تتخذ التدفقات التجارية طابعا ماديا يتمثل في نقل مواد أولية، منتجات نصف مصنعة أو منتجات تامة الصنع تجاه المؤسسة الأم الرئيسية.

ضاف إلى ذلك انه ترتبط تكاليف العملات المحلية و سعر صرفها إزاء العملات الرئيسية ارتباطا مباشرا (الين، اليورو، الدولار) ارتباطا مباشرا بتكاليف الشركات متعددة الجنسيات و الأرباح التي تحققها. حيث تقوم الشركات بقياس

نتائجها بناء على مؤشر عالمي موحد قياسا بالعملات الرئيسية و نظرا لأن الشركات متعددة الجنسيات تقوم بالاستثمار في البلد المضيف مقدرا بعملته المحلية، فإن أي انخفاض في قيمتها يؤثر على قيمة الأصول المالية للشركة المستثمرة وهذا بعد خصم قيمة الضرائب، كما أنها تؤثر على قيمة أرباحها مقدرة بالعملة الصعبة. وإذا قامت الفروع التابعة للشركات متعددة الجنسيات في البلد المضيف بالاستيراد أو تحويل الفوائد عن أرباحها إلى الخارج، يرتفع سعر العملة المحلية عندئذ ويقوى مركز العملات الصعبة بالتناسب مع العملة المحلية. وقد يعمل التصدير على توفير الحماية من انخفاض قيمة العملة.

لذا فإن توافر سياسة مناسبة خاصة بسعر الصرف من شأنه أن يعدل قيمة العملة المحلية على أساس ثابت يمكن التنبؤ به مما يساهم في إيجاد استقرار اقتصادي و اكتساب ثقة المستثمر.

مما سبق يتضح أن أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر زادت بشكل كبير باعتباره مصدرا هاما من مصادر التمويل الدولي خاصة بالنسبة للبلدان النامية، في ظل الحركة الاقتصادية التي ساهمت في عولمة الإستثمار والتجارة، وهذا الذي جعل الكثير من الاقتصاديين وصناع القرار يهتمون بتفسير هذه الظاهرة، إما مدافعين أو معارضين لها، موضحين مزاياه وعيوبه ومحاولين تحديد ووضع إطار وتصور خاص بالإستثمار الأجنبي المباشر، توازيا مع التحولات العالمية في كل النواحي، وزيادة الطلب خاصة من الدول النامية لتمويل اقتصادياتها في ظل الإصلاحات التي قامت بها وتخفيف عبء المديونية التي تعاني منها، ومحاولة تصحيح الاختلالات الكلية، وهو الأمر الذي جعلها تقدم حوافز وامتيازات لمحاولة جذب المزيد من تلك التدفقات وهيئة مناخ استثماري ملائم من كل النواحي، محاولة في ذلك التقليل من حدة المخاطر التي تعترض انسياب تدفق الإستثمارات الأجنبية ومن بين أهم هذه المخاطر خطر السعر الصرف. إذ يمكن تعريف سعر الصرف بأنه:

" سعر الوحدة من النقد الأجنبي مقدرا بوحدات من العملة الوطنية"^{xiv}

يعرف أيضا " أنه نسبة مبادلة عملة ما بعملة أخرى حيث تعد إحدى العملتين سلعة وتعتبر الأخرى السعر النقدي لها"^{xv}.

كما يعرف سعر الصرف على أنه "عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة من عملة أخرى"^{xvi}.

أو هو " ثمن عملة دولة مقومة في شكل عملة دولة أخرى أو نسبة مبادلة عملتين"^{xvii}.

كما يمكن تعريف سعر الصرف بطريقة عكسية:

" على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية"^{xviii}.

وبالتالي يعرف سعر الصرف من زاويتين " فمن الزاوية الأولى يمكن النظر إليه على أنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمنا لوحدة واحدة من العملة الأجنبية، ومن زاوية ثانية يمكن النظر إليه على أنه عدد وحدات العملة الأجنبية التي تدفع ثمنا لوحدة واحدة من العملة الوطنية.

سياسات سعر الصرف:

تعتبر سياسة الصرف من أهم أدوات السياسات الاقتصادية الكلية، وذلك لكونها تشكل إلى جانب السياسات الأخرى آلية فعالة لحماية الاقتصاد المحلي من الصدمات الداخلية والخارجية، وتختلف درجة تأثير هذه السياسة في الاقتصاد على مدى استقرار السعر الأمتل، الذي يتوقف على نظام الصرف القائم.

إن أدوات السياسة الاقتصادية عديدة منها ما يعد من السياسة المالية والمتمثل في الإنفاق الحكومي والضرائب، ومنها ما يعد نقدي ويتمثل في سعر الفائدة، ومنها ما يكون بين الاثنين والمتمثل في سعر الصرف، فسياسة سعر الصرف تستعمل لأغراض كثيرة أهمها إعادة التوازن في الإختلالات الحادثة في الميزان التجاري خصوصا، وفي ميزان المدفوعات عموما.

ثانيا: الدراسة التطبيقية

بعد دراسة و استعراض الإطار النظري لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر و سعر الصرف، يتم في هذا المبحث تحديد النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية، و قبل البدء في الدراسة ينبغي استعراض أهم الدراسات التطبيقية التي أجريت في هذا المجال، وأهم النتائج المتوصل إليها و ذلك لتدعيم داستنا.

1-الدراسات السابقة

عند البحث في موضوع الدراسات التطبيقية لموضوع أثر سعر الصرف على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، نجد أن هذا الموضوع ليس بالحديث، فقد تم تطويره من قبل لو كاس *Lucas* سنة 1967 حيث أوضح لو كاس من خلال الدراسات التي قام بها ان حالة عدم اليقين أو حالة عدم إستقرار أسعار الصرف في أثرها على الإستثمار الأجنبي المباشر بأن لها تأثير سلبي على قرارات الشركات متعددة الجنسيات حول إتخاذ قرارات توطين استثماراتها في مناطق تتميز بها كلفة الإستثمار بصعوبة التحديد نظرا لعدم استقرار أسعار صرف عملاتها، نفس النتيجة توصل إليها توبين *Tobin* من خلال النموذج الذي وضعه سنة 1969.

و أوضح كوشمان *Cushman* أن الشركات متعددة الجنسيات تتفاعل بردود فعل عكسية مع تقلبات أسعار الصرف، في دراسة قام بها سنة 1985، و هي تخص محددات تواجد الشركات متعددة الجنسيات أن الشركات متعددة الجنسيات تنجذب إلى الدول بعد حدوث تخفيض في العملة، أو عندما تتوقع تضخما في الدول المضيفة، كما أوضح أن الشركات التابعة تأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف من أجل تحديد التدفقات الإستثمارية، وهذا راجع إلى أن تقلبات أسعار الصرف تؤدي إلى تغيرات سريعة في الربحية النسبية للعوائد الإستثمارية في الدول المضيفة، مقارنة مع مختلف البدائل الأخرى.

ان الدراسات الحديثة في هذا الميدان تؤكد نفس الفرضية، و تضيف ايضا إلى وجود قرار انتظار زوال حالة عدم التاكيد أو تاجيل قرار الإستثمار بالمنطقة محل الدراسة حسب دراسة ديكسيت و بيندكي *Dixit et Pindyck* سنة 1994.

أما دراسة كافس *1996Caves*¹، فقد أوضحت أن هناك إرتباط سلبي بين معدل الصرف الاسمي والحقيقي و تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر إلى أمريكا، كما أن التقلبات المفاجئة لأسعار الصرف يكون لها تأثير سلبي على المناخ الإستثماري، إذ أن مثل هذه التقلبات تجعل من العسير إجراء دراسات سابقة، بالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن للإستثمار الأجنبي المباشر المتجه نحو التصدير أن يتأثر نتيجة للتغيرات النسبية في معدل الصرف².

كما أن دراسة كل من ايزمان و ماريون *Aizeman et Marion* قد بينت أن عدم إستقرارية المؤشرات الإقتصادية الكلية للدولة المضيفة بما فيها المؤشرات المالية و الميزانية ، المؤشرات الإقتصادية الخارجية كل ذلك له أثر سلبي على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة^{xix}.

كما أن أثر سعر الصرف على الأسعار تمت دراسته تجريبيا على مختلف أنواع الأسعار، حيث أظهرت هذه الدراسة أن هذه الآثار لها اجمالا أثر سلبي على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، أما الدراسة التي قدمها هوزينقا *Huizinga* سنة 1993 إنطلاقا من دراسة اثر عدم إستقرار أسعار الصرف على الأجور الحقيقية، كما أن الدراسة التي قام بها ايبيسكوبوس *Episcopos* سنة 1994 قد أوضحت أن هناك علاقة سلبية بين عدم إستقرار معدلات الفائدة أو مؤشرات الأسواق المالية بصفة عامة و بين زيادة حجم الإستثمارات الأجنبية المباشرة.

أما قولبرق *Golberb* سنة 1993 فقد أوضح في دراسته أنه ثمة أثر سلبي لعدم إستقرار أسعار الصرف على الإستثمارات الأجنبية المباشرة الأمريكية في مناطق دراسة محدودة، غير أن دراسته مع كامبا *Golberg et Campa* سنة 1995م، لم تستنتج و جود أي تأثير بين المتغيرين، غير أن كل من قوسال و لوقاني *Ghosal Lougani et* أوضحا أن الأثر السلبي لعدم إستقرارية سعر الصرف على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة هو اثر مستقل عن الهيكل التنافسي للسوق.

أما فيما يتعلق بأثر حالة عدم إستقرار أسعار الصرف على الطلب في السوق أوضحت دراسة اوقاوا و سوزوكي *Ougawa et Suzuki* سنة 2000 أنه كلما كانت هذه الإستثمارات تتجاوب بشكل عكسي مع تغير أسعار الصرف، كلما كان اثر حالة عدم الإستقرار هذه أكثر أهمية (مقاسا بتغير مستوى زيادة المبيعات). هذه النتائج تؤكد ما توصل إليه كل من قيسو و باريجي *Guiso et Pariji* سنة 1996-1999 في دراستهما التي أجريها على الشركات الإيطالية.

أما عن الدراسة التي أجراها كل من جين لويس و أمينة لحرش ريفيل *Jean-Louis Guérin et Amina Lahrèche-Révil*^{xx} سنة 2002 فقد أخذت في عين الاعتبار أهمية دراسة هيكل السوق في تحديد اثر سعر على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة و تحقيق أكبر عائد من الأرباح.

حيث أشارا في دراستهما أن الشركة يمكن لها أن تبيع سلعها في السوقين المحلية و الخارجية حيث تنتج سلعا من اجل تلبية رغبات السوق المحلية و الأجنبية، و افترضا في دراستهما أن للشركة كامل القدرات و الموارد من اجل إنتاج سلعا موجهة للسوق المحلية ، و ارتكزا على دراسة إستراتيجية الشركة من اجل إنتاج سلع موجهة للسوق الأجنبية.

و من خلال الدراسة القياسية توصلنا إلى أن تغير سعر الصرف يؤدي إلى ضرورة الرفع من تحقيق عتبة مردودية عالية مستقبلا حتى يتم الموافقة على إنجاز المشروع الإستثماري الأجنبي من طرف المستثمر الأجنبي، لكن هذا المستوى من عتبة المردودية العالية لا يتحقق واقعا في حالة الانجاز الفعلي للمشروع.

لقد تمت دراستهما على مشاريع الإستثمار الأوروبية الموجهة إلى 15 دولة المكونة للاتحاد الأوروبي حيث أن التحليل النظري قد أكد بان حالة عدم اليقين لسعر الصرف تؤدي إلى جعل الشركات متعددة الجنسية تضبط قراراتها بدقة فيما يخص عملية توطيق الإستثمار الأجنبي أكثر من عملية تقدير الأرباح و العوائد ، كما أن هذه الدراسة قد إصطدمت باختلاف مؤشرات الأداء للتجارة الخارجية لكل بلد من البلدان 15 و درجة انفتاح اقتصادياتها و قد بينت أن هذا النوع من التجارة حيث تكون المنافسة قوية هو أكثر حساسية لتغيرات أسعار الصرف.

أما عن الدراسة التي قدمها الأستاذ حسن رافد المهجوع^{xxi} فقد كانت حول أثر سعر الصرف على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة فقد إستندت على تحليل إحصائي مقارنة في نموذج بين دولتين، أين تقوم الشركة متعددة الجنسية من خلال هذا النموذج على الإستثمار في منطقتين بعمليتين مختلفتين، المنطقة الأولى أو البلد الأم تتمثل في السوق المحلي للشركة متعددة الجنسية أما البلد الثاني فهو يمثل السوق الأجنبي للشركة متعددة الجنسية، كما أشار إلى أن الإستثمار في السوق المحلي يكون عرضة للمخاطر الاقتصادية التي توجد في أي سوق، أما الإستثمار في السوق الأجنبي فيكون عرضة إلى التغيرات في أسعار صرف عملة الدولة المضيفة إضافة إلى المخاطر السابقة، وقد إستنتج من خلال هذه الدراسة انه عندما ترتفع أسعار الصرف في السوق الأجنبي أي ارتفاع سعر الصرف لعملة الدولة المضيفة فان الشركة متعددة الجنسية تنقل استثماراتها من السوق الأجنبية إلى السوق المحلية و يرجع ذلك إلى التغير الكبير في نسبة الأسعار و الأجور في السوق الأجنبية، كما أن النتائج تشير أيضا أنه في حالة تغير الأسعار و الأجور في نفس الاتجاه فان الشركة متعددة الجنسية تعتمد إلى زيادة استثماراتها في السوق الأجنبية، إضافة إلى ذلك فان أنشطة هذه الشركات هي جد حساسة للتغيرات في مستوى أسعار صرف العملات الأجنبية بالسواق الأجنبية.

قد تناولت ايضا العديد من الدراسات العوامل المؤثرة على تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وأكدت هذه الدراسات على أهمية العوامل الاقتصادية والسياسية والحضارية في التأثير على التوزيع الجغرافي للاستثمار الأجنبي ، ففي دراسة إلى "عمر هاتا تشاريا وآخرون"^{xxii} تبين أن نمو الإنتاج المحلي والانفتاح الإقتصادي الذي يقاس بحصة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي واستقرار أسعار الصرف الحقيقية وانخفاض الدين الخارجي وارتفاع معدل الإستثمار المحلي قد ساهمت بصورة ايجابية في تدفق رأس المال الأجنبي الخاص وكانت العوامل الثلاث الأولى حاسمة في جذب الإستثمار الأجنبي المباشر من قبل البلد المضيف، في حين أن العاملين الأخيرين (انخفاض الدين الخارجي وارتفاع معدل الإستثمار المحلي) يعتبران مهمين وبشكل خاص في الحصول على القروض الأجنبية الخاصة.

كما وجد تميم وجابرييل لبيودث^{xxiii} أن الإستثمار الأجنبي المباشر لليابان يتأثر بالإستثمار المحلي وبسعر صرف الين الياباني وذلك باعتبار الإستثمار الأجنبي مكتملا للإنتاج المحلي وامتداد له ، فزيادة مقدرها 5,3% في الإستثمار المحلي الياباني يؤدي إلى زيادة في الإستثمار الأجنبي المباشر له بمعدل 10% في حين أن أثر الزيادة في الإستثمار المحلي في البلد

المضيف تؤثر على الإستثمار الأجنبي المباشر لليابان ولكن بدرجة اقل ، وتوثر التغيرات في سعر الصرف على سلوك الإستثمار الأجنبي المباشر ، فقد وجد أن الانخفاض في قيمة العملة الوطنية للبلد المضيف بنسبة 6% تجاه الين يؤدي إلى زيادة في الإستثمار الأجنبي المباشر لليابان بمعدل 10% لان انخفاض قيمة العملة يقلل من تكاليف الإنتاج والإستثمار في البلد المضيف قياسا بالتكلفة في البلد الأصلي، مما يجعل الإستثمار الأجنبي المباشر أكثر ربحية، ورغم انخفاض قيمة الين منذ منتصف عام 1995 قد أدى إلى نقصان الإستثمار الأجنبي المباشر لليابان، إلا أن الإستثمار المذكور قد جرى تحفيزه بنمو الإستثمار المحلي في اليابان ولدى شركائها وخاصة في دول شرق آسيا.

و أشار خبراء صندوق النقد الدولي أن الإستثمار الأجنبي يتأثر بعدد السكان وطاقة البلد الاستيعابية وتحسين البنية السياسية وخاصة في مجال الاتصالات السلكية وللاسلكية، وغالبا ما يكون عامل جذب التدفقات الرأسمالية الكبيرة هو العوائد المرتفعة على الإستثمار المرتبط بالتصنيع السريع واستمرار الزيادة في الإنتاجية إلى جانب اثر سعر الصرف الحقيقي ، فالزيادة في إنتاجية رأس المال المحلي تميل إلى اجتذاب نسبة كبيرة من الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، مما يتطلب تحسين السياسات المتمثلة بالإصلاح المؤسسي والهيكلي وسياسات زيادة التحرير المالي إزاء الإستثمار الأجنبي كاستبعاد الرقابة على حركة رأس المال وتحرير القيود على الإستثمار الأجنبي المباشر وإجراءات تسهيل النفاذ إلى الائتمان المحلي، وبالفعل حصلت بلدان شرق آسيا السريعة النمو على نصيب أكبر من الإستثمار الأجنبي المباشر في فترة التسعينات عن غيرها من التدفقات لان لديها أسواق كبيرة للأسهم والسندات ومفتوحة أمام الإستثمار الأجنبي^{xxiv}.

وفي دراسة قام بها هشام غرايبة ونضال عزام^{xxv} حول محددات الطلب على الإستثمار الأجنبي في الإقتصاد الأردني للفترة 1972-1992، توصل فيها إلى وجود علاقة سلبية بين فترات عدم الاستقرار السياسي والإقتصادي وتدفق الإستثمار الأجنبي وارتباط الناتج المحلي الإجمالي المتخلف بفترة سنة واحدة موجبة مع الإستثمار المذكور، في حين لتطور الأرقام القياسية لتكاليف المعيشة أثر سلبي على صافي الإستثمار المباشر وذلك لان انخفاض القوة الشرائية للدخول الفردية ودخول المشروعات يؤدي إلى انخفاض مستوى ما تخصصه المشروعات من أرباح، ولكن أثرت الصادرات الأردنية بصورة ايجابية على صافي الإستثمارات المباشرة الذي أبدى ارتباطا ايجابيا مع الرقم القياسي لأسعار الواردات لان ارتفاع أسعار الواردات تجذب المستثمر الأجنبي للإستثمار في الصناعات التي تحل محل الواردات لارتفاع عائد الإستثمار الأجنبي في هذه الصناعات ووجدت الدراسة ان التغيرات المذكورة تفسر 90% من التغيرات التي تطرا على الإستثمار الأجنبي.

كما أوضحت دراسات أخرى أنه يمكن أيضا لسعر الصرف الحقيقي أن يؤثر على توسع استثمار القطاع الخاص، في هذا الصدد يرى سيرفن *Serven* سنة 2002 أن لسعر الصرف الحقيقي تأثير على الاستثمار الخاص من جانبين: جانب الطلب و جانب العرض.

فمن جانب العرض، يبقى تأثير سعر الصرف نوعا ما غامضا فمن ناحية التخفيض الحقيقي من قيمة العملة قد يرفع من تكلفة السلع الانتاجية المستوردة، مما سيدفع المستثمرين الخواص الى تخفيض استثماراتهم في قطاع السلع غير التجارية

.ومن ناحية أخرى، سيؤدي هذا التخفيض الى رفع ربحية قطاع السلع التجارية، مما سيحفز الاستثمار الخاص هذا القطاع، و هذا ما أثبتته بعض الشواهد التجريبية مثل أعمال *Stein و Froot* سنة 1991 .
و على النقيض من ذلك ، يبقى تأثير سعر الصرف من جانب الطلب واضحاً ، اذ سيعمل هذا الأخير على تخفيض ثروة القطاع و انفاقه الحقيقي، و ذلك نتيجة تأثير ارتفاع المستوى العام للأسعار على القيمة الحقيقية للأصول المالية للقطاع الخاص . لهذه الأسباب سيؤدي التخفيض الحقيقي لقيمة العملة الى انخفاض مستوى الطلب المحلي و بالتالي انخفاض مبيعات المؤسسات . هذا الركود في النشاط الاقتصادي الكلي قد يقنع هذه المؤسسات بخفض انفاقها الاستثماري.^{xxvi}

و حسب الدراسة التي قام بها كل من الدكتور أنمار أمين البرواري و الدكتور عبد الغفور حسن المعماري^{xxvii} عن طريق استخدام العمل التجريبي لاثبات فرضية الدراسة والمتمثلة بأن تدفق رأس المال الاجنبي المباشر (*In-world*) والذي يمثل المتغير المعتمد يتأثر وبمعنوية احصائية وبعلاقة سالبة بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف. وسعيًا لاختبار فرضية البحث تم اجراء دراسة تطبيقية باستخدام التحليلين الوصفي والكمي وفق المنهج التجريبي لاثبات الاثر السلبي في عدم استقرار سعر الصرف على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر (*FDI*) ويغطي البحث الفترة 1980 – 2003 وقد تم اختيار دول العينة بطريقة عمدية يكون فيها سعر الصرف متغير مستقل والاستثمار الاجنبي المباشر متغير معتمد وأن تكون هذه الدول متلقيه للاستثمار الاجنبي المباشر وكل دولة تقع ضمن مرحلة من مراحل التصنيف الصناعي و لتقدير اثر التغيرات في سعر الصرف في جذب الـ الاستثمار الأجنبي المباشر (*FDI*) تم اختيار عدد من الدول لتكون عينة هذا البحث والتي تم تقسيمها الى ثلاثة مستويات كما يلي:

-الدول الصناعية مثلتهاهنكاريا

-الدول شبه الصناعية مثلتها..... كوريا الجنوبية

-الدول في طريقها الى التصنيع مثلتهاماليزيا

مما تقدم اتضح ان جميع دول عينة البحث والتي تم اختيارها على اساس عدم استقرار سعر الصرف فيها اعطى متغير سعر الصرف فيها علاقة عكسية مع الاستثمار الاجنبي المباشر الداخلك الدول وهذا يعني تطابقه مع فرضية البحث . مما يعني ان عدم استقرار سعر الصرف يؤثر سلبياً في الاستثمار الاجنبي الداخلك المباشر الداخلك بكلام اخر هناك خطر يحيط بالاستثمار الاجنبي المباشر الداخلك منشئه عدم استقرار سعر صرف تلك الدول.

و حسب الدراسة التي قدمها الدكتور الشارف عتو و المتمثلة في دراسة قياسية لاستقطاب راس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف^{xxviii}، المتمثلة في دراسة قياسية لفترة التعويم المدار، حيث قام باختبار الفترة الممتدة من 1994 إلى غاية 2004 باعتبارها فترة لنظام التعويم المدار الذي أصبح نظاما لسعر صرف الدينار الجزائري و الذي صاحب بداية تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي.

حيث أن الاختبار كان اختباراً قياسياً استعملت فيه تقنية التكامل المتزامن، وبالنظر إلى النتائج المتحصل عليها من اختبار علاقات المدى الطويل بين سعر صرف الدينار وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون الطويلة الأجل والتي كانت معدومة أي غياب أي علاقة ما بين المتغيرات الثلاثة في المدى الطويل وقد فسر النتائج و أرجع أسبابها إلى النقاط التالية:

- ذلك لكون الدينار الجزائري كان مقوماً بأعلى بكثير من قيمة التوازنية.

- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى داخل الجزائر تبقى هامشية لا تتعدى 1% من الناتج الداخلي الخام (PIB) إضافة إلى كون الجزء الأكبر من هذه التدفقات يستهدف قطاع المحروقات.

- تحسن مؤشرات المديونية الخارجية ترجع إلى تحسن أسعار المحروقات في الأسواق العالمية.

- منهجية البحث:

بعد تحديد النقاط الأساسية السابقة لدراستنا لاختبار علاقة التكامل المتزامن بين المتغيرين سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي المباشر سوف تتبع المنهجية التالية:

1- الفرضيات:

هناك العديد من الفرضيات تستعمل لدراسة العلاقة بين سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي المباشر بإستعمال طريقة التكامل المتزامن، وقبل إجراء اختبار التكامل المتزامن لابد من تحديد رتبة أو درجة تكامل كل سلسلة على حدا لأنه، من شروط القيام باختبار التكامل المتزامن أن تكون السلاسل المختبرة متكاملة من نفس الدرجة. وتمثل الفرضيات الرئيسية التي سنقوم باختبارها من خلال هذه الدراسة في:

- هل أن سلسلة سعر الصرف وسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر ، متكاملتان من نفس الدرجة أي:

$$Et, Ft \rightarrow I(1)$$

- سعر الصرف (Et)، و الاستثمار الأجنبي المباشر (Ft) متكاملان تزامنياً، حيث :

$$Et - bFt = Ut \text{ مستقرة}$$

$$H_0 : Ut \rightarrow I(0)$$

- إذا كان المعامل $b=1$ في العلاقة $[Et - bFt = Ut]$ فإننا نتوقع أن يكون شعاع التكامل المتزامن يساوي .

2- تعريف المتغيرات:

يركز البحث على العلاقة في المعادلة (3.1) لذلك

نحتاج إلى المتغيرين:

Et : سعر الصرف،

Ft : الاستثمار الأجنبي المباشر .

3-مراحل التحليل:

هناك مجموعة من الإجراءات لاختبار تكامل المتغيرات فيما بينها، وقد قدم *Granger, Engle* عرض مفصل ومقارنة لأهم هذه الإجراءات .

وقبل التطرق لإجراءات التكامل المتزامن على مجموعة من المتغيرات، لابد من عرض خصائص كل سلسلة زمنية على حدى، بحيث يجب أن تكون كل سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة (1) ، وأن تكون السلاسل لها نفس درجة التكامل.

لذلك قبل إجراء اختبار التكامل المتزامن لابد من تحديد رتبة تكامل سلسلة سعر الصرف، وسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر، وبعد تحديد رتبة تكاملهما تنتقل إلى المرحلة الثانية والمتمثلة في اختبار فرضية التكامل المتزامن بين السلسلتين. - المرحلة الأولى :اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (الجذر الأحادي).

كما رأينا من خلال استعراض أدبيات التكامل المتزامن أن الشرط الضروري لإجراء اختبار التكامل المتزامن هو أن تكون السلاسل الزمنية المختبرة مستقرة، أي عدم وجود جذر أحادي بهذه السلاسل. ولاختبار وجود جذر أحادي بالسلسلة الزمنية نستعمل الاختبار الذي يركز على أعمال *Fuller* (1979) و *Fuller Dickey* (1981-1979)، للتحقق من صحة الفرضية المتمثلة في:

$$Et \rightarrow I(1)$$

و نقوم بتقدير المعادلة التالية بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (*MCO*):

$$\Delta E_t = \alpha_0 + \alpha_1 E_t + U_t \quad (1)$$

وقد استعمل *Fuller, Dickey* (1981) الاختبار الذي يعتمد على نسبة ، (α_1) إلى الخطأ المعياري المحسوب، والمحصل عليه من الانحدار. وبذلك تكون الفرضية العدمية كما يلي:

$$H_0 : E_t \rightarrow I(0)$$

حيث يتم رفض الفرضية (H_0) إذا كانت قيمة (α_1) سالبة وتختلف عن الصفر. ولم يحدد اختبار (*DF*) جداول توزيع لـ (t) ولكن يتم استعمال جداول الثقة لاختبار هذه الفرضية. ، وتوجد اختبارات أخرى مشابهة لاختبار (*DF*) مثل المعادلة (1) ولكن بإدخال بعض التغيرات عليها حيث أصبحت من شكل:

$$(2) \Delta E_t = \alpha_0 + \alpha_1 E_{t-1} \sum_{t=1}^p b \Delta E_{t-1} + U_t$$

حيث تم اختيار (p) بشكل يضمن أن تكون البواقي (U_t) تشكل تشويش أبيض. هذا الاختبار يسمى اختبار ديكي فولر الصاعد (*Augmented Dickey-Fuller (ADF)*).

ويعتمد هذا الاختبار على النسبة (α_1) إلى الخطأ المعياري المحسوب في المعادلة (2)، دون إضافة أي متغير، إذا كان (U_t) يشكل تشويش أبيض .

وبالتالي فإن اختبار (ADF) أكثر ملائمة لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية .

-اختبار الفرضية الأول :

لتطبيق اختبار (ADF) على سلسلة سعر الصرف ، وسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر ، نقوم بتقدير النماذج القاعدية الثلاث لكل سلسلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية "MCO".

-بالنسبة لسلسلة سعر الصرف ($Exchange\ rate$):

$$\Delta E = pE_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta E_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots [1]$$

$$\Delta E = pE_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta E_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots \dots [2]$$

$$\Delta E = pE_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta E_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \dots \dots \dots [3]$$

-بالنسبة لسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر ($Foghein\ diect\ investment$):

$$\Delta F = pF_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta F_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots [1]$$

$$\Delta F = pF_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta F_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots \dots [2]$$

$$\Delta F = pF_T - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta F_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \dots \dots \dots [3]$$

1-اختبار استقرارية سلسلة سعر الصرف ($Exchange\ rate$):

نقوم بتقدير النموذج :

$$\Delta E = PE_{T-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta E_{T-j+1} + c + \beta t + \varepsilon t$$

ثم نقوم باختبار الفرضية التالية: $H_0 : \phi_1 = 1$

بحيث يكون القرار الإحصائي كالاتي:

-إذا كانت $t_{\phi j} < t_{tab}$: نقبل الفرضية العدمية (H_0) أي أن السلسلة الزمنية لسعر الصرف غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي .

- إذا كانت $t_{tab} > t_{\phi j}$ نرفض الفرضية العديمة: (H_0) أي أن السلسلة الزمنية لسعر الصرف لا يوجد بها جذر أحادي، و بالتالي فهي مستقرة .
 باستعمال برنامج « *EVIWES* » نحصل على نتائج لسلسلة اختبار (*ADF*) لسعر الصرف الممثلة في الجدول التالي:

جدول رقم (1-4) اختبار (*ADF*) لسلسلة سعر الصرف

Prob.*	t-Statistic		
0.4350	-1.673312	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «*EVIWES*»

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi j})$ » تساوي (-1,673) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3,646)، (-2,954)، (-2,615) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H_0) مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن السلسلة الزمنية لسعر الصرف (*Exchange rate*) غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بسعر الصرف (*Exchange rate*) مستقرة نطبق عليها طريقة الفروقات من الدرجة الأولى.

وباستعمال برنامج « *EVIWES* » نحصل على النتائج الممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-4) اختبار *ADF* لسلسلة سعر الصرف (*Exchange rate*) الدرجة الأولى

Prob.*	t-Statistic		
0.5936	-1.352328	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3. -639	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «*EVIWES*»

من خلال الجدول رقم نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi z})$ » تساوي (-1,352) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3,639)، (-2,951)، (-2,614) عند مستوى دلالة 1%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H_0) مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن ، السلسلة الزمنية لسعر الصرف (*Exchange rate*) غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بسعر الصرف (*Exchange rate*) مستقرة نطبق عليها اختبار (*PP*) فيليب بيرون و نختار اختبار (*PP*) لأنه عبارة عن اختبار (*ADF*) مصحح من الارتباط الذاتي للأخطاء و هو يعتبر اختبار غير معلمي .

الجدول رقم (3-4) اختبار (*PP*) لسلسلة سعر الصرف (*Exchange rate*) الدرجة الأولى

Prob.*	A	dj. t-	
0.6744	-	-1.	Phillips-Perron test statistic
	-4.219126		1% level Testcritical values:
	-3.533083		5% level
	-3.198312		10% level

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «*EVIWES*»

من خلال الجدول رقم نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi z})$ » تساوي (-1,821) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-4,219)، (-3,533)، (-3,189) عند مستوى دلالة 1%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H_0) مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن ، السلسلة الزمنية لسعر الصرف (*Exchange rate*) غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بسعر الصرف (*Exchange rate*) مستقرة نطبق عليها طريقة الفروقات من الدرجة الأولى في اختبار (*PP*) فيليب بيرون.

الجدول رقم (4-4) اختبار *PP* لسلسلة سعر الصرف (*Exchange rate*) الدرجة الأولى

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0255	-3.837989		Phillips-Perron test statistic
	-4.226815	1% level	Test critical values:
	-3.536601	5% level	
	-3.200320	10% level	

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «*EVIWES*»

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi j})$ » تساوي (-3,837) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية، (-3,536)، (-4,226)، (-3,200) عند مستوى دلالة 1 %، 5 %، 10 %، على الترتيب، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية (H_0) وبذلك فإن السلسلة الزمنية لسعر الصرف متكاملة من الدرجة الأولى.

2- اختبار استقرارية سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*):

نقوم بتقدير النموذج:

$$\Delta F = PF_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta F_{T-j+1} + c + \beta t + \varepsilon t \dots \dots \dots [3]$$

$$H_0 : \phi_1 = 1$$

ونقوم باختبار الفرضية التالية:

بحيث يكون القرار الإحصائي كالتالي:

- إذا كانت ($t_{tab} < t_{\phi j}$) نقبل الفرضية العدمية: (H_0) أي أن السلسلة الزمنية للاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*) غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي .

- إذا كانت ($t_{tab} > t_{\phi j}$) نرفض الفرضية العدمية: (H_0) أي أن السلسلة الزمنية للاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*) مستقرة ولا يوجد بها جذر أحادي .

وذلك باستعمال برنامج «*EVIWES*» نحصل على نتائج لسلسلة اختبار (*ADF*) للاستثمار الأجنبي المباشر الممثلة في الجدول التالي:

سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (ADF) الجدول رقم (4-5) اختبار

Prob.*	t-Statistic	
76970.	917071.0-	Augmented Dickey-Fuller test statistic
		Testcritical values:
	.2349721-	1% level
	-2.540328	5% level
	-2.202445	10% level

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «EVIWES»

من خلال الجدول رقم (4-5) نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi z})$ » تساوي (-0,917) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-1, 540)، (-2,5540)، (-2,202) عند مستوى دلالة 10%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H_0) مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن، للاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*) غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي .

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*) مستقرة نطبق عليها طريقة الفروقات من الدرجة الأولى.

الجدول رقم (4-6) اختبار (ADF) لسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*) من الدرجة الأولى

Prob.*	t-Statistic	
0.0000	6.192364	Augmented Dickey-Fuller test statistic
	6.632900	1% level
	7.948404	5% level
	8.612874	10% level

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «EVIWES»

من خلال الجدول رقم (4-6) نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi z})$ » تساوي (6,192) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (6, 632)، (7,948)، (8,612) عند مستوى دلالة 10%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العديمة (H_0) مما يعني عدم وجود جذر أحادي، أي أن، السلسلة الزمنية للاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*)، متكاملة من الدرجة الأولى وذلك لعدم وجود جذر أحادي .

الجدول رقم (4-7) اختبار (*PP*) لسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر
(*Foreign direct investment*)

Prob.*	t-Statistic		
0.0280	-3.801322	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	.2349723-	1% level	Test critical values:
	-3.540328	5% level	
	-3.202445	10% level	

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال برنامج «*EVIWES*»

من خلال نتائج الجدول يتضح لنا أن سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر حسب اختبار فيليب بيرون مستقرة. حيث أنه من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة « $ADF(t_{\phi z})$ » تساوي (-3,801) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3,234)، (-3,245)، (-3,202) عند مستوى دلالة 10%، 5%، 10% على الترتيب .

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العديمة (H_0) مما يعني عدم وجود جذر أحادي، أي أن ، السلسلة الزمنية للاستثمار الأجنبي المباشر (*Foreign direct investment*)، مستقرة.

و يمكن إجمال النتائج السابقة كما يلي :

بالاعتماد على البيانات الإحصائية و بالاستعانة ببرنامج «*EVIWES*» توصلنا الى النتائج التالية:

- نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

جدول رقم (4-8) نتائج اختبارات (*ADF*) و (*Phillip Perron*)

اختبار فروقات <i>PP</i>	اختبار التفاضلات الأولى للمتغيرات <i>ADF</i>	اختبار <i>PP</i>	اختبار <i>ADF</i>	المتغيرات
-3.837989 [0.0255]	-1.14447* [0.9055]	-1.82177* [0.6744]	-1.64004* [0.7620]	سعر الصرف <i>ER</i>
	7.491456 [0.00000]	-3.980538 [0.0182]	-0.917071* [0.7697]	الاستثمار الأجنبي المباشر <i>FDI</i>

المصدر من اعداد الطالبة بناء على جداول الاختبارات السابقة

-القيم بين عارضتين تمثل احتمال قبول فرضية الجذور الوحيدة

* تمثل نتائج اختبار قبول الفرضية

- من خلال هذه الاختبارات يتضح أن:

اختبار (ADF) يبين أن سعر الصرف متكامل من الدرجة الثانية، أما الاستثمار الأجنبي المباشر فهو متكامل من الدرجة الأولى.

في حين أن اختبار (PP) يبين أن سعر الصرف متكامل من الدرجة الأولى و الاستثمار الأجنبي المباشر مستقر، ونختار اختبار (PP) لأنه عبارة عن اختبار (ADF) مصحح من الارتباط الذاتي للأخطاء و هو يعتبر اختبار غير معلمي.

-إذن فإن سعر الصرف متكامل من الدرجة الأولى و الاستثمار الأجنبي مستقر.

في هذه الحالة و باختلاف درجة تكامل و استقرار لا يمكن إجراء اختبار التكامل المتزامن للمتغيرين.

و بالتالي لا توجد علاقة تكامل متزامن بين المتغيرين لانتهاء الشرط الأول و هو شرط استقرارية السلاسل الزمنية.

خلاصة

بالنظر إلى النتائج المتحصل عليها من اختبار علاقات المدى الطويل بين سعر صرف الدينار وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والتي كانت معدومة أي غياب أي علاقة ما بين المتغيرين في المدى الطويل.

وتجدر الإشارة إلى أن الإحصائيات المستخدمة في الدراسة هي إحصائيات سنوية لا تعبر بدقة عن وضع سياسة سعر الصرف ومدى تأثيرها على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، نظرا لعدم تمكننا من الحصول على معطيات فصلية أو شهرية، لذا فانه لا يمكن الجزم بتعميم النتائج و الوصول الى نتيجة قطعية بعدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرين سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي المباشر ، ومن جهة أخرى يمكن ان تتوصل مجموعة دراسات أخرى لاحقة الى وجود علاقة بين المتغيرين السابقين باستخدام احصائيات أكثر دقة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تفسير النتائج المتحصل عليها بالنظر الى طبيعة الاقتصاد الجزائري، كما يلي:

يمكن تفسير نتائج الاختبارات بالنقاط التالية:

-تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى داخل الجزائر تبقى هامشية لا تتعدى 1% من الناتج الداخلي الخام (PIB) إضافة إلى كون الجزء الأكبر من هذه التدفقات يستهدف قطاع ، المحروقات ، وقطاع الخدمات ، وبالتالي فإن الصادرات الجزائرية بقيت تحمل صيغة تصدير منتج وحيد سعره يتحدد في الأسواق العالمية و بالتالي فان تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر لم تساهم في تنوع صادرات البلاد و لم تزد من طلب الدول الأخرى على الدينار. -عملية تخفيض الدينار التي كانت على مرحلتين سنة 1991 و 1994 لم تكن كافية للحصول على النتائج النظرية ، ذلك لكون الدينار الجزائري كان مقوما بأعلى بكثير من قيمة التوازنية ، وبالتالي فإن عملية التخفيض لم تساهم سوى في تقريب سعر صرف الدينار الرسمي من المستوى التوازني ، لهذا نرى انعدام ردة فعل المستثمر الأجنبي تجاه عملية التخفيض التي لا يراها سوى عودة إلى المعقول.

-تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر المسجلة في فترة التعويم المدار لم تكن تحصيل حاصل لنظام سعر الصرف بل كانت نتيجة لسياسة التشجيع على الاستثمار، والضمانات المقدمة للمستثمرين الأجانب وكذا اهتمام السلطات الجزائرية بتوفير المناخ الملائم، إضافة إلى الجهود الدبلوماسية الإيجابية في هذا المجال خاصة فيما يتعلق باتفاقيات تحويل جزء من الدين الخارجي الجزائري إلى استثمارات مباشرة.

التوصيات و الاقتراحات:

- 1- التوجه نحو مرونة لسعر الصرف وتحقيق استقلال أكبر للسياسة النقدية التي من شأنها مواجهة الصدمات وتسهيل اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.
 - 2- رفع كل القيود التي ما زالت تكبل حركة إصلاح القطاع المالي وتأهيل هذا الأخير، ورفع قدراته التقنية بما يتماشى مع المعايير الدولية لتفادي المزيد من الأزمات البنكية التي تعتبر عاملا طاردا للاستثمارات الأجنبية المباشرة.
 - 3- إن أي قرار للتوجه نحو تبني نظام مرن لسعر الصرف يجب أن يكون بتدرج و بصورة حذرة لأن مرونة الصرف لوحدها لا يمكن أن تكون علاجا ناجعا لكل المشاكل الاقتصادية، بل يجب الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية الكبرى التي نعتبر استقرارها شرطا أساسيا لمحاولة تبني نظام مرن لسعر الصرف.
 - 4- يجب إعطاء أهمية كبيرة لسعر الصرف و جعله كأداة ضبط التجارة الخارجية من اجل جذب أكثر للاستثمارات الأجنبية المباشرة.
 - 5- استمرار العمل على توجيه سعر الصرف إلى سعر موحد بين السوق الرسمي و السوق الموازي.
 - 6- عدم الاعتماد على مداخيل المحرقات بشكل كبير و العمل أكثر على تشجيع الصادرات خارج المحروقات.
 - 7- حتى لا يقوم المضاربون بتهريب الإدخارات إلى الخارج بواسطة السوق الموازي يجب القضاء على هذا السوق.
 - 8- سياسة سعر الصرف ليست أداة سياسة مستقلة عن السياسات الأخرى لكن لابد من تناسق كل سياسات الاقتصاد الكلي مع بعضها البعض.
- الهوامش و الاحالات:

⁹ نقلا ص سابق، مرجع فضيل، فارسⁱ

عن: *Internationale Ray mond*, (49), edition PUF-paris 1971 page

Bertrand, "Economie Financiere

³ www. La documentation française economie.com.fr.

⁴ Dominique Plihon, " Les Désordres De La Finance", OPU -L'agerie, page (173).

^{iv} أ.د محمد صالح القرشي، "المالية الدولية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 2008، ص 152.

^v أميرة حسب الله محمد، "الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة(تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)"، مصر: السدار الجامعية، (2005) ص 19.

- vi محمد قويدري، "تحليل واقع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وآفاقها في البلدان النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2004، ص 3.
- vii حسان خضر، "الاستثمار الأجنبي المباشر-تعريف وقضايا -مجلة جسر التنمية"، (العدد 32 الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2004)، ص 5.
- viii عمر صقر، "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، جامعة حلوان، 2002-2003، ص 47.
- ix عراب فاطمة الزهراء، "تحليل مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر و الأعمال في الجزائر خلال الفترة 1980-2004"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة وهران كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية قسم العلوم الاقتصادية 2007-2008، ص 49.
- x منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال التمويل"، مكتبة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 480.
- xi عراب فاطمة الزهراء، نفس المرجع، نفس الصفحة.
- xii قدي عبد المجيد، "آليات ضمان الاستثمارات الأجنبية المباشرة"، ورقة مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية سيكدة-2000، ص 4.
- xiii Samia Oulounis, "Gestion Financière Inetrnationale", office des publications universitaires, algerie-2005, p 52.
- xiv بسام حجار، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، 2003 الطبعة الأولى ص100.
- xv عرفان تقي الحسيني، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي، الطبعة الأولى، عمان، 1999 ص 147.
- xvi الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004 ص 96.
- xvii زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية الجديدة، 2004، ص 44.
- xviii أسامة محمد الفولي، مجدي شهاب، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، الدار الجامعية الجديدة، القاهرة، 1997 ص 292.
- ¹ Caves.R, " **Multinational Enterprise and economic analysis**", 2 nd edition, cambridge university pressv, 1996
- ² Jean-Louis Guérin et Amina Lahrèche-Révil, "**VOLATILITÉ DES CHANGES ET INVESTISSEMENT**", Article Publié au journal d'Économie internationale 88 (2001), p. 5-22.p
- xix Christian Aubin, Jean-Pierre Berdot, Daniel Goyeau Et Jacques Léonard, "**Le Role Des Effets De Change Sur L'investissement Direct Etranger : Analyse Comparative Des Investissements Américains Et Européens Dans Les Pecos**", Communication au Colloque international « Les Nouvelles Frontières de l'Union Européenne » 16/17 mars 2005, Marrakech (Maroc), p07.
- xx Jean-Louis Guérin et Amina Lahrèche-Révil, **op-cit**, p 03.
- xxi Hassan R. AlHajhouj, "**FOREIGN DIRECT INVESTMENT AND EXCHANGE RATE RISK**", scientific Journal of King Faisal University (Humanities & Management Sciences) Vol.3 No. 1 Dhu Al Hajjah (March 2002) Department of Economics and Planning College of Management Sciences and Planning, King Faisal University, Alhassa Kingdom of Saudi Arabia.
- xxii Gray Hufbauer, Darius Lakdwalla and Anup malan, "**Determinants of direct foreign investment and its connection to trade**", Uncted Review, United nations, New yourk and Geneva, 1994, p.46.
- xxiii تميم وجابريل لبيورث، "الإستثمار الأجنبي المباشر لليابان والتجارة الإقليمية"، التمويل والتنمية، سبتمبر 1997، ص 13.

^{xxiv} *World investment report, United nations, 2000, p.Xvii.*

^{xxv} د. هشام غرايبة ونضال عزام ، محددات الطلب على الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد الأردني، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 13 ، العدد 1 (ب)، 1997 ، ص 46 .

^{xxvi} شيبى عبد الرحيم و شكوري محمد، معدل الاستثمار الخاص بالجزائر: دراسة تطبيقية، ورقة مقدمة الى المؤتمر الدولي حول : القطاع الخاص في التنمية: تقييم و استشراف 23- 25 مارس ، بيروت ، الجمهورية اللبنانية.

^{xxvii} الدكتور أنمار أمين البرواري و الدكتور عبد الغفور حسن المعماري، مخاطر التغير في سعر الصرف في جذب FDI لعينة من الدول، ورقة مقدمة الى اعمال المؤتمر العلمي الدولي السابع لجامعة الزيتونة في الاردن 1428 هـ - 2007 م.

^{xxviii} الدكتور الشارف عتو ، دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس. السادسي الأول، الجزائر- 2009، ص 121.