

## تحرير حساب راس المال المزايا والمخاطر

### تجربة الدول النامية

يوسف عثمان ادريس - ادارة البحوث

مقدمة :

تعانى اقتصاديات الدول النامية من ضعف هيكلية فى مؤسساتها لذلك قامت بتحسين وتطوير القوانين والتشريعات لتحسين البيئة الاستثمارية وانتهاج سياسات التحرير بدرجات متفاوتة و تعتبر الزيادة الهائلة فى تدفقات راس المال بين الدول وتنوع تشكيلا احد الظواهر الرئيسية للعمولة الاقتصادية ، وزادت عمليات تحرير راس المال بواسطة الدول النامية خلال ثلاثة عقود الاخيرة رغم ان المؤشرات نحو تحريره سارت ببطء ، بينما حررت الدول الصناعية حساب رؤوس اموالها سابقا . يعرف تحرير حساب راس المال بانه حرية تحويل التدفقات النقدية والمالية العابرة لحدود الدول والخارجة منها فى اطار التكامل المالى والاقتصادى العالمى ، وعادة ما تكون طويلة الاجل وهى التى تزيد فترتها عن العام مثل الاستثمارات المباشرة والقروض طويلة الاجل واقساط سدادها او قصيرة الاجل وهى التى تقل فترتها عن عام.

تأتى اهمية الموضوع فى انه يمثل احد الملامح الرئيسية للعمولة التى تتمثل عناصره فى الانضمام الى منظمة التجارة العالمية وتكامل الاسواق المالية واقتصاد السوق وتحرير الاسعار والاسواق المالية والخصخصة وتحرير سوق العملة الاجنبية ، وان تحرير راس المال من العوامل المؤثرة والفعالة على استيعاب الاستثمار الاجنبى المباشر الذى شكل مصدرا هاما للنهوض الاقتصادى فى بعض الدول ، كما تأتى اهمية الموضوع لتوضيح تقلبات استثمارات الحافظة كما عكستها تجربة الازمات المالية التى حدثت فى بلدان جنوب شرق اسيا وامريكا الجنوبية، والتى لا يمكن ان تصبح مصدرا يعتمد عليها للتمويل الخارجى ، واهمية اصلاح وتقوية الاوضاع والمؤسسات المالية للدولة والذى يعتبر احد اهم الاسباب لنجاح تحرير حساب راس المال و خلق استقرار الاقتصاد الكلى .

تتناول الدراسة اسباب التحركات والتدفقات الراسمالية بين الدول ومكونات حساب راس المال والمزايا والمنافع التى تجنيها الدول المتلقية فى ظل ظروف وعوامل معينة يجب توفرها حتى تتمكن الدولة من جذب مزيد من التدفقات والاستفادة من عملية التحرير ، والمخاطر المحتملة لبقاء تدفق هذه الاموال والاستراتيجيات التى يمكن اتباعها للتقليل من الاثار السالبة ، كما تستعرض الدراسة تجارب بعض الدول النامية فى هذا المجال والدروس المستفادة من تجاربها بالاضافة للخلاصة .

#### اسباب التدفقات المالية بين الدول :

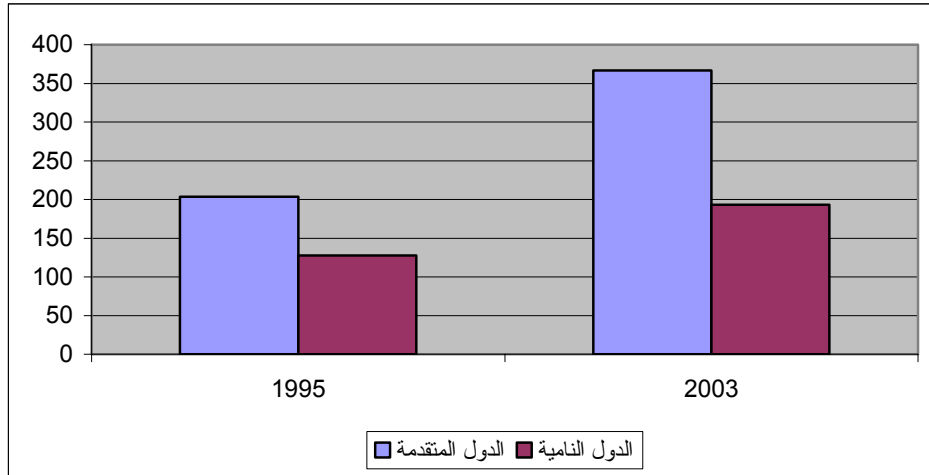
ارتفعت التدفقات المالية الى جميع الدول من 208 بليون دولار فى المتوسط خلال الفترة 1986 - 1990 الى 331 بليون دولار فى عام 1995 ، ثم الى 560 بليون دولار فى عام 2003م . اما التدفقات الى الدول النامية

ارتفعت من 96 بليون دولار في عام 1996 الى 129 بليون دولار في عام 1997 ، ثم الى 193 بليون دولار في عام 2003 وتشكل التدفقات الى الدول النامية حوالى 31% من اجمالي التدفقات ، الجدول رقم (1) يوضح الاتجاهات الدولية للتدفقات

الجدول رقم (1)  
الاتجاهات الدولية للتدفقات المالية للأعوام 1995 و 2003  
بليون دولار

العام	1995	2003
الدول المتقدمة	203.5	366.6
الدول النامية	127.6	193.0

شكل رقم (1)  
الاتجاهات الدولية للتدفقات المالية للأعوام 1995 و 2003



وتعزى هذه التدفقات الكبيرة بين الدول الى الاسباب الاتية :

- 1- الهرب او الخوف من بعض الظروف غير الملائمة مثل الحروب والتضخم والاضطرابات السياسية ، حيث تندفق الاموال الزائدة لبلد اخر يتمتع بظروف اقتصادية وسياسية مستقرة .
- 2- الرغبة في تحقيق دخل اكبر من شراء اصول اجنبية او سندات او ودائع لفترة قصيرة الاجل
- 3- المضاربة عند توقع تغيرات في القيمة الدولية للعملة الوطنية لاحد البلدان لاسباب اقتصادية وغير اقتصادية مباشرة حيث يقوم المضاربون بتحويل اموالهم لعملة البلد التي يتوقعون ارتفاع قيمة عملتها.

## مكونات حساب راس المال :

يتكون حساب راس المال من التدفقات الرسمية والتدفقات الخاصة والتي تشتمل على :-

### 1- الاستثمار الاجنبي المباشر :

ويشمل كافة المعاملات بين المستثمرين المباشرين ومؤسسات الاستثمار المباشر فى شكل راسمال حقوق الملكية والارباح المعاد استثمارها.

### 2- استثمارات الحافظة:

وتشمل المعاملات فى سندات الملكية وسندات الدين طويل الاجل التى تشمل سندات واذونات ، وادوات الدين فى السوق المالية والمشتقات المالية القابلة للتبادل مثل عقود الاختيار ومبادلات العملة واسعار الفائدة.

### 3- استثمارات اخرى:

وتشمل الائتمانات التجارية القصيرة والطويلة الاجل والقروض والعملة والودائع وحسابات اخرى مستحقة الدفع

## المكاسب المستخلصة من تحرير حساب راس المال :

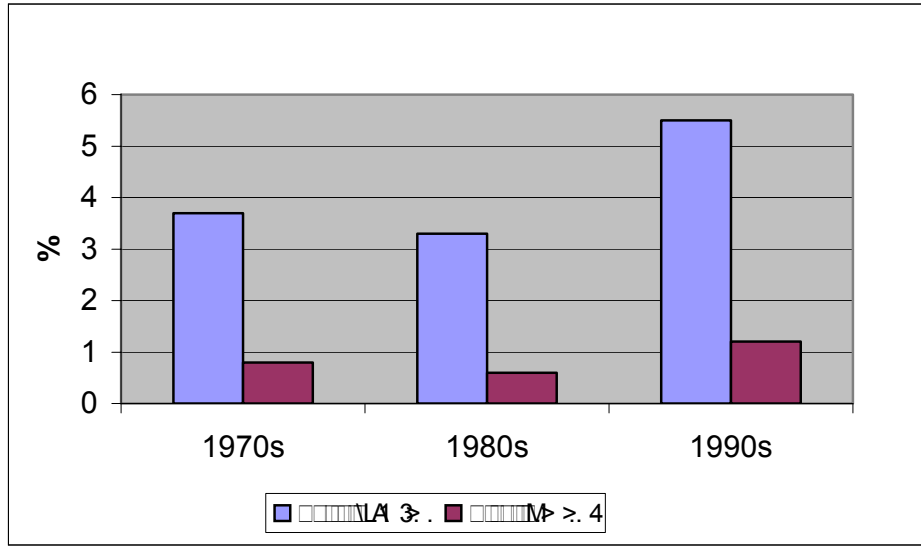
ان التحدى الذى يواجه الدول النامية هو تعظيم المكاسب الصافية من عملية تحرير راس المال عبر الزمن ، و ان المكاسب التى تجنيها تعتمد على استعداد الدولة لتبنيها و توفير الظروف الملائمة لذلك ، و هناك جدل واسع حول العائد الاقتصادى لتحرير راس المال الذى يلاحظ بانه غير موزع بالتساوى فيما بين البلدان حيث تتباين هذه المكاسب من دولة الى اخرى وفيما يلى ايجاز لهذه المزايا المحتملة:

1- تحرير راس المال يساعد على التدفقات الكبيرة للاستثمار الاجنبي المباشر، حيث ان الدول التى تتميز بتحرير راس المال لها المقدرة على جذب تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر وارتفاع الاستثمارات أكثر من الدول المغلقة ، كما موضح فى الجدول رقم (1)، وبنموها تساهم فى التنمية الاقتصادية وزيادة النمو عن طريق زيادة الاستثمار الكلى وتداخل التكنولوجيا المتقدمة مع راس المال البشرى للدولة المضيفة والتعجيل بالتحول الاقتصادى ، كما تعتبر مصدرا للتمويل الخارجى الخاص للدول النامية والاستثمار فى مدخلات الإنتاج ونقل التكنولوجيا والمعرفة الانتاجية ، وتجديد وزيادة الطاقة الاستيعابية الاقتصادية والممارسات المؤسسية والإدارية بين المواقع الانتاجية ، و المساعدة على زيادة الصادرات المحلية والمواد المنتجة المحلية، باستعمال المهارات التسويقية والاشرفية التكنولوجية و الدخول الى الاسواق العالمية ، بالاضافة الى ذلك تحسين النمو الكلى بترقية المنافسة لمنتجات السوق المحلى وزيادة مهارات العمالة عن طريق التدريب على الوظيفة والسمنارات والتعليم الرسمى .

جدول رقم (2)  
تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر كنسبة من الناتج الاجمالي المحلى فى الدول النامية

الفترة	1970s	1980s	1990s
الاقتصاد المفتوح	3.7	3.3	5.5
الاقتصاد المغلق	0.8	0.6	1.2

الشكل رقم (2)  
تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر بسبب تحرير راس المال فى الدول النامية كنسبة من الناتج الاجمالي المحلى



- 2- زيادة فاعلية استخدام راس المال العالمى ، تخفض وتقارب اسعار الفائدة وتكلفة راس المال بالتالى تؤدي لزيادة الاستثمار وارتفاع الناتج الاجمالي المحلى ومعدلات النمو الاقتصادى وتخفيض الفقر .
- 3- الاستفادة من الوساطة المالية العالمية من الدول العالية التكامل المالى ومنافع من المنافسة العالمية، وهذا ينمى ويطور بناء الانظمة المالية المحلية الامر الذى يؤدي الى تقليل تكاليف الاستلاب وزيادة العوائد والسيولة مما يعمق الاسواق المالية بالمساهمات الراسمالية الممتازة ، و الاصول الجيدة وتقليل المخاطر والابتكارات المالية التى تقلل التكاليف .
- 4- تسهيل فرص الدخول الى الاسواق الدولية وربط الدول بشبكات الانتاج العالمية .
- 5- المساهمة فى نمو وتطوير التجارة والهجرة و حرية الافراد فى ترتيب دخولهم وثرواتهم وتنويع المخاطر ويشجع المنافسة بتوسيع الاسواق امام المنتجين المحليين .
- 6- توفير منتجات ذات نوعية جيدة وذلك نتيجة لاستخدام المهارات الفنية والتقنية المتطورة.

7- تقوم التدفقات الراسمالية بدور كبير ومتزايد الاهمية فى ميزان المدفوعات ، حيث تساعد على تمويل حجم كبير من عجوزات الحساب الجارى المرتبطة بزيادة الواردات ، كما تساعدت التدفقات على تراكم الاحتياطيات الاجنبية .

8- توفير فرص الاستثمار للقطاع الخاص وفرص العمل ورفع مستويات المعيشة فى الدول النامية

9- تحفيز الدول لتطبيق وانتهاج السياسات الاقتصادية الجيدة والسليمة وذلك للمحافظة على الاستثمارات الاجنبية وجذب المزيد منها للحصول على المنافع والنمو فى المدى الطويل.

### العوامل التى يجب توفرها حتى يمكن الاستفادة من تحرير حساب راس المال :

تعتمد المنافع التى تكسبها الدول من عملية تحرير راس المال على شروط وعوامل يجب توفرها حتى يمكن الاستفادة وجذب مزيد من التدفقات المالية ومن اهمها :

1- اصلاح و تقوية الوضع المالى للدولة والذى يعتبر المفتاح الاساسى لنجاح محاولات تحرير حساب راس المال وهذا يساعد على تحقيق استقرار الاقتصاد الكلى .

2- اصلاح القطاع المصرفى والوفاء بالمعايير والمتطلبات العالمية ، وتفعيل السياسة النقدية وتطوير ادواتها بالتركيز على تطوير الادوات غير المباشرة مثل عمليات السوق المفتوحة واسعار الفائدة لمرونتها كاهداف رئيسية للسياسة ، و تطوير اليات الرقابة غير المباشرة للبنك المركزى على تدفقات راس المال ، حتى يتمكن من تحييد التدفقات لتفادى الاثار السالبة والمحتملة .

3- انشاء الانظمة والمؤسسات الاشرافية الفاعلة والكافية التى لها المقدرة على تطوير ، وتقوية القطاع المالى وتطبيق الانظمة والمعايير والتشريعات واستقلاليتها من التأثير السياسى .

4- بناء مستويات كافية من الاحتياطيات الاجنبية ، حيث تساعد فى التخفيف من الاثار الدورية السالبة للتقلبات والتغيرات فى ميزان المدفوعات وموازنة الازمات غير المتوقعة ، كما تساعد الاحتياطيات فى تعزيز الثقة فى السياسات المحلية وسياسات سعر الصرف ، ويمكن قياس المستويات الكافية بتغطية الواردات وخدمة الدين ونسبة الدين قصير الاجل وسندات الحافطة للاحتياطيات .

5- تبنى السياسات التى تعمل على تخفيض الالتزامات الخارجية ، حيث ان العجز المالى القليل يمكن تغطيته بسندات التمويل دون اللجوء الى الضرائب التضخمية ، اما العجز المالى الكبير ربما يعمل على ارتفاع اسعار الفائدة و يساهم فى تفاوته الامر الذى يشجع من التدفقات السريعة والكبيرة و خاصة راس المال القصير الاجل مما يساهم فى احداث عدم الاستقرار المالى .

6- المحافظة على معدلات التضخم فى الحدود المتعارف عليها لان ارتفاعها يؤدى الى ارتفاع اسعار الفائدة والتى تؤثر سلبا على تدفق راس المال ، اما الحفاظ على اسعار الفائدة المنخفضة يشجع على خروج حجم كبير من صافى راس المال ، ويتطلب تحقيق ذلك الهدف المزيد من استقلالية البنوك المركزية و التحرر من القيود والضغوط الخارجية .

7- تخفيض العجز فى الحساب الجارى .

8- تخفيض القيود الرسوم الجمركية ، حيث ان اصلاح انظمة التجارة وتسهيل الانفتاح فى الاقتصاد العالمى يمثل المرتكز الاساسى من هيكله البناء الذى يسبق تحرير حساب راس المال ، ويشجع تخفيض القيود الجمركية تدفق الاستثمار الاجنبى المباشر ، و يعمل على تطوير و تنويع الصادرات ، والتي تخفف الاثار السالبة للازمات والاختلالات التجارية المفاجئة والازمات الاخرى والتي تحدث نتيجة الاعتماد على صادر واحد ، حيث يؤثر ذلك على الحساب الجارى وبالتالي ضعف الثقة فى قدرة الدولة لسداد الديون و المحافظة على معدل التدفقات الراسمالية الحالية ، وقد اثبتت التجارب ان الدول النامية تتعرض لمثل هذه الازمات فى قطاع الصادر لاعتمادها على صادرات المواد الاولية .

### المخاطر والمصاعب المصاحبة لعملية تحرير راس المال :

تتميز التدفقات الراسمالية العالمية بعدم الاستقرار كما فى تجربة الازمات المالية ، فى بعض دول اسيا و امريكا الجنوبية ، حيث اوجدت الشعور بقابلية تعرض البلدان للآثار السالبة الخارجية ، حيث تعرضت فيها بعض الدول الى انخفاض تدفقات الائتمان القصير الاجل والقروض المشتركة بين البنوك ، كما انخفض اجمالى مشتريات الاجانب من الاسهم الجديدة فى الاسواق وهبوط اسعارها ، وحدث تسييل لبعض مراكز الاسهم القائمة للاجانب . اما فى مجال ادوات الائتمان ظهرت مشكلات حادة فى بعض الحالات من جراء عدم مقدرة الحكومة و الجهاز المصرفى ، او الشركات عن سداد التزامات الدين المستحقة بالعملة الاجنبية الامر الذى جعل خروج تدفقات الائتمان القصير الاجل بشكل مفاجئ وضخم يشكل خطرا على الدول. وتختلف المخاطر المتوقعة حدوثها من دولة الى اخرى حسب الاوضاع الاقتصادية للدولة ، و يمكن ايجاز تلك المخاطر فى الاتى :

1- تركزت معظم مشاكل تحرير راس المال بعد ازدياد الانفتاح فى التجارة العالمية حيث نمت حجم التدفقات الراسمالية العالمية وخاصة الاستثمارات الاجنبية المباشرة بصورة اكثر من باقى التدفقات ، ويتضح ذلك من الجدول رقم (2) ارتفاع محافظ المستثمرين واصبحت الاوراق المالية غير المحلية تمثل قدرا اكبر من الاجمالى واتجهت التدفقات الى التنقل عبر البلدان ، مما ادت الى اضطرابات كبيرة فى الاسواق المالية تسببت معظمها من استثمارات الحافظة التى تتميز بكثرة التقلبات (قصيرة الاجل ) ( كما موضح فى الشكل رقم 2) بسبب عدم تماثل المعلومات مما ينتج اثار جانبية ضارة للمعاملات المالية ، اما الاستثمارات المباشرة تعتبر اكثر استقرارا من باقى التدفقات المالية الاخرى .

جدول رقم (3)  
صافي التدفقات الرأسمالية الى الدول النامية واتجهاتها  
خلال الفترة (1990-1999)  
مليار دولار امريكى

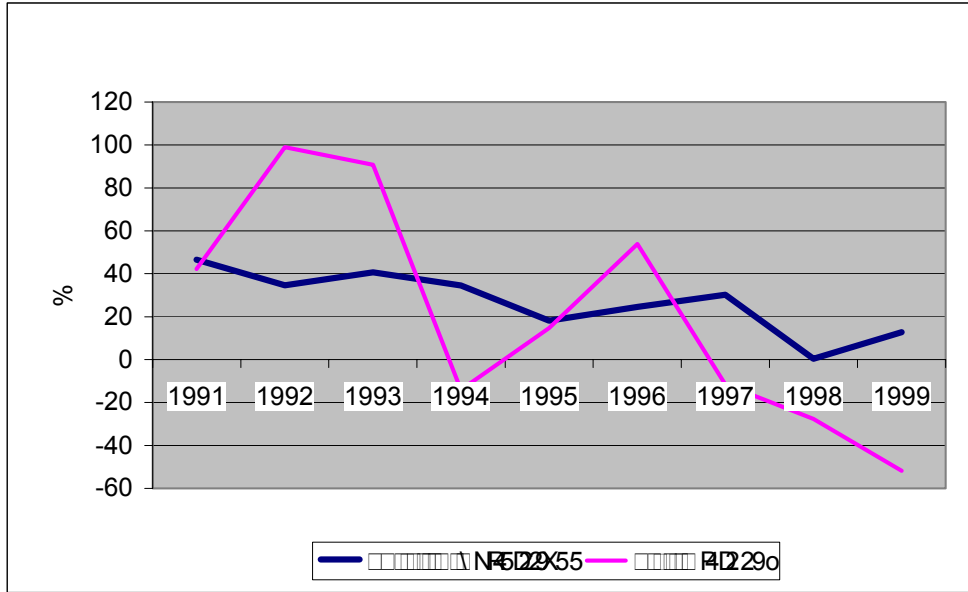
❖%	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	
18	52	50.6	39.9	31	53.9	45.9	53.4	54	62.4	55.9	التدفقات الرسمية
82	238.7	2677	304	282.1	203.3	175	166	99.8	61.6	42.6	التدفقات الخاصة
16	46.7	96.8	133.7	151.3	98.3	85.7	99.8	52.3	26.3	18.5	أسواق راس المال العالمية❖❖
66	192	170.8	170.3	130.8	105	88.8	66	47.5	35.3	24.1	الاستثمار الاجنبى المباشر
<b>100</b>	<b>290.7</b>	<b>318.3</b>	<b>343.9</b>	<b>313.1</b>	<b>257.2</b>	<b>220</b>	<b>219</b>	<b>153.8</b>	<b>124</b>	<b>98.5</b>	الاجمالي

❖ % ل 1999 من الاجمالي

❖❖ تدفقات الديون وحقوق الملكية

الشكل (3)

اتجاهات الاستثمار الاجنبى المباشر والاسواق العالمية لراس المال (1990-1999)



2- قد تؤدي التدفقات الكبيرة لراس المال الى التوسع فى عرض النقود والتضخم وارتفاع اسعار الصرف الحقيقية

3- تشجع تدفق راس المال الوطنى الى الخارج فى ظل ظروف معينة ، اضافة الى تنشيط عمليات غسل الاموال خاصة فى ظل تطور التحويلات الالكترونية ، وذلك بسبب ضعف السياسات المالية للحكومة وفرض الضرائب على الوسائط المالية مما يؤدي الى خسائر فى الادخار المحلى وانخفاض الاستثمارات و الدخل .

- 4- حدوث اختلال التوازن المالى فى بعض الدول نتيجة ضعف درجة التعمق النقدى وأسواق الاوراق المالية الحكومية، والادوات النقدية الاخرى، وضيق حجم الاقتصاد .
- 5- يؤدى التكامل فى الاسواق المالية العالمية الى عدم سيطرة الدولة فى وضع السياسة الاقتصادية الكلية وتخصيص الموارد وتحديد ملامح مؤسساتها السياسية والقانونية والاجتماعية والاقتصادية وفى ادارة شئونها وخاصة متابعة السياسات النقدية و اسعار الفائدة واسعار الصرف التى لها الاثار السالبة فى حالة اختلاف اسعارها و تؤدى الى حركة مضاربات فى راس المال ويزيد التمويل والسيولة وزيادة التحديات التى تواجهها السلطات النقدية .
- 6- عالمية الاسواق المالية وفتح الاسواق المالية المحلية وتخفيض القيود على التمويل المحلى والاستلاف من الخارج والاستثمارات فى الوسائط المالية ، تؤدى الى مخاطر فى الاسواق المالية العالمية و ازمات فى الدولة، خاصة فى ظل ضعف المؤسسات الوطنية والقوانين والتشريعات والمؤسسات الاشرافية والرقابية .
- 7- حدوث مشاكل فى الوساطة المالية ومخاطر هروب راس المال قد يودى الى عدم الاستقرار وزيادة بمخاطر الديون.
- 8- عدم مقدرة الاسواق المالية للدول النامية فى تحمل مخاطر الوساطة المالية للتدفقات المالية جعلها تقوم بالرقابة على التدفقات قصيرة الاجل ورفع نسبتها، وذلك نسبة لقلة تكلفة راس المال فى المدى القصير، حيث يترتب على ذلك ارتفاع نسبة الديون قصيرة الاجل والتى تعتبر عاملا هاما فى حدوث الازمات .
- 9- يفقد المنتجون المحليون تدريجيا حصتهم من السوق نتيجة لاستخدام المهارات الفنية والتقنية المتطورة، وذلك لعدم وجود لوائح وقواعد قوية للاسواق التنافسية وتفوق بعض الشركات الوافدة فى التكنولوجيا والقدرة الفائقة على الدعاية والاعلان وزيادة سيطرتها والحصول على المزايا دون الاعتبار للاهداف التنموية القومية بالتالى تفقد الدولة السيطرة على القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية والبنية التحتية والموارد الطبيعية .
- 10- تدهور البيئة و الموارد الطبيعية وازابة الثقافات و المعتقدات بسبب تجانس الازواق وتهديد استمرارية التنمية نتيجة التركيز على التقدم المادى.

### استراتيجيات تحرير راس المال :

- تعتمد هذه الاستراتيجيات على تجارب الدولة وبيئتها الاقتصادية والاجتماعية، ومن اهمها :
- 1- طريقة فتح حساب راس المال المعتمد على التمييز بين المقيمين وغير المقيمين، ومثال ذلك تجربة كل من جنوب افريقيا والهند، حيث اتخذت كليهما الغاء المراقبة على صفقات الحساب الجارى، الغاء رقابة النقد الاجنبى على غير المقيمين، الغاء رقابة النقد الاجنبى على الاستثمار الاجنبى المباشر، السماح لشركات التامين وصناديق المعاشات و وحدات الضمان والمؤسسات المالية الاخرى للحصول على الاستثمارات الاجنبية وذلك لتتويج مكونات المحفظة الاستثمارية وتخفيف القيود على الاستثمارات الخارجة والحساب الجارى المحول بواسطة المقيمين .



- 2- اتباع سياسة تحرير التدفقات الراسمالية الداخلة اولا ، ثم الخارجة وادارة راس المال المفتوح ووضع حدود للتركيبية الزمنية للتدفقات ومنع اثار التدفقات السريعة والكبيرة على السياسات النقدية وسعر الصرف كما فى تجربة شيلي وكولومبيا وماليزيا .
- 3- التحرير والرقابة المتزامنة للتدفقات الداخلة والخارجة كما فى تجربة البرازيل .
- الاجراءات المطلوبة لاستيعاب وتخفيف المصاعب والمخاطر :**
- ان تجربة تحرير حساب راس المال افرزت سلسلة من الازمات المالية ، مما تتطلب ايجاد اجراءات لتخفيض المخاطر وتخفيض الاثار الناتجة من عملية تحرير حساب راس المال ، وتختلف هذه الاجراءات والحلول من دولة الى اخرى باختلاف طبيعتها وبيئتها الاقتصادية والاجتماعية ،ويمكن ان تجلب تطبيق اى منها بعض المنافع و المخاطر وعلى الدولة اختيار الاجراءات الملائمة التى تتميز باقل المخاطر واكثر المكاسب مع الاهتمام بتسلسل وتتابع الاولويات وترتيب تقدمها و العمل بالتخطيط الاستراتيجى المحلى الذى يهدف الى تعزيز مؤشرات التنمية الاقتصادية ، ويمكن ايجاز الاجراءات فى الاتى:-
- 1- خلق الاستقرار السياسى والحكم الرشيد ، حيث ان قدرة بلد ما على استيعاب الاثار السالبة للتحرير تتوقف على نوعية الادارة والحكم ، و ان اسلوب الحكم الجيد يعطى البلد البيئة المشجعة للتدفقات ، اما البلاد التى يستشرى فيها الفساد تقل التدفقات المالية فيها وتكون عرضة للازمات المالية .
  - 2- العمل على تخفيض عجز القطاع العام وتقليل المديونيات الخارجية مع تجنب الدين القصير الاجل بالعملة الاجنبية ورفع الاحتياطات الكافية من النقد الاجنبى لمواجهة التزامات سداد الدين الخارجى .
  - 3- وضع قيود على حركة الاموال غير المرغوب فيها ، وذلك بتطبيق القوانين الخاصة بذلك مثل قانون غسل الاموال .
  - 4- سن قوانين متطورة للمؤسسات المالية وزيادة كفاءتها بتكوين سلطات تنظيمية مستقلة لها القدرة على وضع وتنفيذ اللوائح الاحترازية التى تساعد على الاستقرار المالى والتدخل عند الضرورة بفرض اللوائح والرقابة الملائمة فى النظام المالى
  - 5- تطوير السياسات الخاصة بالاسواق المحلية لرفع كفاءة الوساطة المالية بين الادخار المحلى والاستثمار وتحسين كفاءتها من حيث الاتساع ودرجة التعمق والاشراف الجيد عليها .
  - 6- تحرير او خصخصة المؤسسات العامة و المصارف وزيادة كفاءتها و قدرتها على المنافسة و التعمق المالى والبنية التنظيمية العالية و الرصد والمتابعة ورقابة القطاع المصرفى لتفادى مخاطر التمويل الخارجى وذلك لتحقيق الاستقرار الاقتصادى .
  - 7- استقلالية البنوك المركزية و مقدرتها على تحييد تدفقات النقد الاجنبى وفق الاستراتيجيات والخيارات الفعالة والرقابة على السياسة النقدية لتفادى عدم استقرار الاقتصاد الكلى التى تسببها التدفقات الكبيرة .
  - 8- تشجيع المنافسة من خلال الانفتاح التجارى و الاقتصادى لانشطة التجارة الخارجية .

9- مراقبة وتقييم المساهمات الاجنبية فى اسواق السندات الحكومية قصيرة الاجل وتجنب تركيز التمويل قصير الاجل .

10. عدم استخدام الاعفاءات الضريبية والحوافز المماثلة كادوات رئيسية لاجتذاب الاستثمار الاجنبى المباشر حتى لا تتسبب فى تشوهات اقتصادية .

### تجارب بعض الدول النامية من تحرير حساب راس المال :

فيما يلى استعراض لتجارب بعض الدول التى حررت حساب راس مالها :

#### 1- كينيا :

تميز النظام المالى فى كينيا بالرقابة المشددة على المدفوعات والانظمة التجارية والضغط السياسية بتوجيه التمويل للمجموعات والشركات ذات المصلحة للنخب السياسية . فى اواخر عام 1980 شهدت كينيا ازمت اقتصادية قاسية و زادها سوء الانخفاض الكبير فى اسعار المحصولين الرئيسيين للتصدير (الشاي والبن) مما ادى الى حدوث عجز كبير فى الحساب المالى والجارى ونقص كبير فى العملات الاجنبية ، ارتفاع التضخم وتباطو النمو.

وفى ظل هذا الوضع قامت الحكومة فى 1991 بتحرير الحساب الجارى والراسمالي ، وادخلت نظام شهادات ودائع النقد الاجنبى التى تسمح لحاملها استردادها او استبدالها لنقد اجنبى لاي صفقات خارجية . وفى 1995 تم سن بعض القوانين والفت القيود المتبقية للرقابة على النقد الاجنبى و حساب راس المال و اعادة هيكلة واصلاح القطاع المالى ، وفى جانب سياسات سعر الصرف تم توحيد نظام سعر الصرف ليتم تحديده فى سوق ما بين البنوك واعتمد البنك المركزى الادوات المباشرة مثل السقوف الائتمانية وسعر الفائدة والرقابة على السياسة النقدية ثم التحول لاستخدام الادوات غير المباشرة مع بداية الازمات ، وبالرغم تلك الاجراءات تبين عدم فاعلية اجراءات تحييد تدفقات راس المال و فشل برامج اعادة الهيكلة والاصلاح المالى فى جذب مزيد من تدفقات راس المال الاجنبى ، او حماية الاقتصاد الوطنى من الازمات ، وتميزت السياسات الاقتصادية بعدم التناسق و ضعف النظام المالى ، وانخفاض قيمة العملة الوطنية و توسع عرض النقود بسرعة وارتفعت معدلات التضخم وانخفض معدل النمو الاقتصادى وترتب على ذلك عدم الاستقرار الاقتصادى.

الدروس المستخلصة من هذه التجربة ان التحرير الواسع والسريع فى ظل الاقتصاد الكلى غير المتوازن تزيد حساسية الدولة لتدفقات راس المال بتوفير القنوات القانونية لتدفق راس المال للخارج ، لذلك اعتادت الدولة على التدفقات الصغيرة لراس المال والاستثمارات الاجنبية ، كما عكست التجربة ان تحرير القطاع المالى وحساب راس المال اجراء غير كافى للمعالجات الاقتصادية ، وان اعادة الهيكلة والاصلاح يجب ان يتم بصورة واسعة تعكس معالجة الاختلال فى الاقتصاد الكلى .

#### 2- يوغندا :

انتهجت الدولة فى عام 1993م نظام الرقابة فى ادارة الاقتصاد ونظام سعر الصرف الموعوم مع تدخل البنك المركزى لاستقراره فى السوق ، وبدات الحكومة تقليل الاعتماد على الادوات المباشرة فى الرقابة على

السياسة النقدية والتوسع فى استخدام الادوات غير المباشرة ولتخفيض التضخم عن طريق الادوات المتاحة والعمل على تناسق السياسات النقدية والمالية ، ونسبة لمحدودية ادوات السياسة النقدية وضيق السوق واجهت بعوائق فى تحييد التدفقات المالية وبدأت اجراءات الهيكلة والاصلاح بالسوق المحلى بهدف تقريب الفجوة بين الادخار والاستثمار فى الاقتصاد وزيادة الناتج المحلى الاجمالي ، حيث قامت بتحرير اسعار السلع ما عدا البترول و مشتقاته وتبعها التحرير التدريجى للقطاع المالى وهيكلته فى عام 1994 ، كما حررت نظام الدفعيات واسعار الصرف ، وفى 1997 تم تحرير حساب راس المال ، نتيجة لذلك لم تحدث ازمات او مشاكل مصاحبة لصافى التدفقات ، واستغلت تدفقات الاستثمار الاجنبى المباشر فى تمويل المشروعات الطويلة الاجل وكان التحدى الوحيد هو ادارة سعر الصرف .

### الدروس المستخلصة من هذه التجربة :

- 1- تحرير حساب راس المال فى ظل البيئـة ذات السياسات الاقتصادية السليمة لها المقدرـة فى زيـادة التدفقات المالية
- 2- إدارة الاقتصاد الكلى تحت برامج الدعم تعوق مقدرة السلطات من اكتشاف الازمات بالسرعة المطلوبة
- 3- تحت ظل تحرير حساب راس المال هناك تحديات للحصول على البيانات لادارة السياسة و الادارة الحكيمة والانظمة المطلوبة لادارة الاقتصاد .

### 3- اندونيسيا

بدأت الدولة برنامج اصلاح فى عام 1985 لتوجيه الاقتصاد من الاعتماد على قطاع البترول ، الى الاقتصاد التنافسى المعتمد على قطاع الصناعة والتي تساعد على امتصاص نمو القوى العاملة ، وتتطلب هذا الهدف هيكلـة واسعة شملت تحرير تدفقات الاستثمار المباشر لترقية وتنويع الصادرات ، والابقاء على تنافس سعر الصرف ، وتحرير التجارة وتطوير اليات ادارة السياسة النقدية ، وتقوية القطاع المالى . و شهدت اندونيسيا ازمات مالية فى اطار ازمة جنوب شرق اسيا فى عام 1997 تمثلت فى حدوث عجز فى الحساب الجارى مما اضطرت الدولة لاتخاذ اجراءات لتوسيع نطاق سلامة القطاع المصرفى ، وتخفيف الضغوط على المضاربات فى العملة حيث سنت بعض القوانين لتحرير المدفوعات وازافة بعض القيود على التدفقات الكبيرة لراس المال الداخلى فى جانب الاستثمار المباشر واستثمارات الحافظة ، والاستلاف المصرفى والمؤسسات المالية من السوق الاجنبى ، كما تم وضع قيود على راس المال الخارج بواسطة الافراد المقيمين نتيجة للالزمة المالية فى اسيا وتطبيق وتقوية المعايير المحاسبية والتشريعات فى القطاع المالى ، كما تم تعويم الروبية الاندونيسية والابقاء على سعر الصرف الحقيقى الذى شهد استقرارا ، ونتج عن هذه الاجراءات استقرار اقتصادها .

### الدروس المستخلصة من هذه التجربة تتمثل فى الاتى :

- 1- حدوث الاختلالات نتيجة للتدفقات الكبيرة الداخلة فى ظل النظام المالى الضعيف من حيث التنظيم والاشراف .

- 2- اثرت الديون قصيرة الاجل على اندونيسيا ، فى اطار الازمة المالية فى اسيا ، حيث شكلت اكثر من 16% من الناتج الاجمالى المحلى فى عام 1997 .
- 3- تمثل هذه التجربة فشل الحكومة فى رقابة التدفقات الداخلة كنتيجة اساسية للاوضاع ما قبل التحرير المالى وفشل الحكومة فى الرقابة .

#### 4- الهند :

قامت الهند بعد ازمتها الاقتصادية فى عام 1991 بترتيب الاوضاع المالية بصورة سليمة ، و باشرت عملية التحرير التدريجى ، حيث تم الغاء العمل بنظام التصديق للقطاع الصناعى وتخفيض القيود على التجارة ، واستهداف معدل التضخم واصلاح النظام المالى مع وضع بعض القيود على الحساب الجارى ، ونتيجة لذلك تمت موازنة التدفقات المالية خاصة الاستثمار المباشر واستثمارات الحافظة والتي تم تحريرها اولاً ثم تلتها تحرير التدفقات الاخرى ، وتم تطبيق سياسة سعر الصرف المرن فى اطار التعويم الموجه .

بالرغم من تبنى سياسات التحرير و نظام رقابة راس المال مع اتجاه تحديد وتقليل الدين الخارجى بتخفيض الدين الاجنبى قصير الاجل والرقابة الخارجية على صناديق المعاشات وشركات التأمين والاصول الخارجية للبنوك، استطاعت تحديد تدفقات راس المال وتحويلها الى مكون طويل الاجل ، ونتيجة لهذه الرقابة والاجراءات، لم تحدث الازمة المالية الآسيوية عام 1997 .

توضح الدروس المستفادة من التجربة الهندية اهمية اتباع النهج التدرجى للتحرير وفى اطار برامج الاصلاح المسبقة للقطاع المالى ، كما تميزت التجربة بالرقابة الفاعلة مع عوامل اخرى و بناء الالتزامات الخارجية قصيرة الاجل التى تقلل من حدوث الازمات الخارجية ، وتقليل الاصول المصرفية فى العقارات والنقد الاجنبى ، وتحويل مكونات التدفقات الخارجية الى طويلة الاجل و التى تتميز بالاتزان، والاستقرار بالاضافة للاستمرار فى الاصلاح و الهيكلة التدريجية فى القطاع المالى وتقليل المخاطر .

#### 5- البرازيل :

تميز اقتصاد البرازيل فى بداية التسعينات بارتفاع معدل التضخم ، الرقابة على الاجور والاسعار ، تجميد ودائع المصارف ، الرقابة القوية على السياسة النقدية ، ارتفاع الضرائب والانفاق المالى الكبير. ادت تلك الاوضاع الى توقع ارتفاع معدل التضخم وتفاوت اسعار الصرف التى شجعت التدفقات الراسمالية الكبيرة ، حيث ارتفع حجمها نتيجة للاجراءات المذكورة ، وادى ذلك الى عدم التوازن الاقتصادى .

قام البنك المركزى بالتشيت التدريجى لقيمة الدولار الحقيقى وارتفعت تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية و اسعار الفائدة المحلية مما حد بالسلطات القيام باجراءات لاحتواء اثار التدفقات القصيرة الاجل عن طريق تحييد التدفقات الاجنبية لتخفيض تكاليف اسعار الصرف و تقليل الطلب الكلى ، كما تم تعديل التشريعات والنظم المصرفية ، و تطبيق مزيد من الرقابة لتقوية اجال وتركيبية التدفقات الداخلة بربط الاستثمارات فى اصول محددة وزيادة الضرائب على مستويات معينة من التدفقات الداخلة .

ومن الدروس المستفادة من هذه التجربة عدم اصلاح الاقتصاد الكلى وخاصة السياسة المالية قد يؤدي لنتائج عكسية لتوقعات التضخم وراس المال الداخل ، كما انه من الصعب الرقابة الفاعلة على تدفقات راس المال ومكوناته فى ظل تفاوت اسعار الصرف والاسواق المالية المعقدة .

#### 6- كولومبيا :

ارتفعت تدفقات راس المال الخاص الى الداخل فى بداية التسعينات ، حيث بلغت اكثر من 7% من الناتج المحلى الاجمالى ، وذلك نتيجة لتطبيق برنامج الاصلاح و الانفتاح على الاقتصاد العالمى بتحرير النظام التجارى والغاء الرقابة على النقد الاجنبى و اسعار الصرف ، و تشجيع الاستثمار الاجنبى المباشر و السياسة النقدية المحكمة ، ولتقييد التدفقات الداخلة ادخلت السلطات نظام الاحتياطات المطلوبة على تدفقات راس المال .

انتهج البنك المركزى سياسة النظام المعوم للبيسو فى عام 1999 ، والتدخل لزيادة الاحتياطات وتخفيض التدفقات قصيرة الاجل عن طريق مزادات النقد الاجنبى . ولتقليل ضغوط واثار التدفقات الداخلة على اسعار الصرف تدخلت الحكومة جزئيا بتحييد التدفقات عن طريق عمليات السوق المفتوحة ، ونتيجة ذلك تعرض البنك المركزى لخسائر كبيرة واستمر ارتفاع اسعار الصرف مما ادى الى تخفيض التدفقات الداخلة ، بالاضافة الى ذلك تم تسهيل تدفقات راس المال الخارج وتقوية الانظمة المالية وفرض ضرائب اضافية لصفقات الحساب الجارى لاغراض المضاربات ، وفرض نظام الاحتياطات المطلوبة على الاستلاف الخارجى .

تمثلت الدروس المستفادة من هذه التجربة فى الاتى :

- 1- تقييم نظام سعر الصرف فى كولومبيا خلال فترة تحرير حساب راس المال كان نحو مزيد من المرونة .
- 2- غياب السياسة المالية الصارمة عقد من مهمة السياسة النقدية فى الرقابة على التضخم واسعار الصرف .
- 3- تطوير وظائف القطاع المالى وتجويد انظمتها كانت وراء نجاح برنامج التحرير المالى .

#### الخلاصة:

يهدف تحرير راس المال الى الغاء القيود وعوائق تنويع المدخرات المحلية فى محفظة الاصول الوطنية والاصول الاجنبية والسماح للقطاعات الاقتصادية للحصول على المكاسب بتنويع الاصول فى القطاع المالى ، والاستفادة من المزايا الايجابية لتدفق المدخرات الاجنبية و المعلومات والتكنولوجيا . الا ان منافع تحويل راس المال ياتى معه بعض المخاطر ، وما زال الجدل دائرا حول ما اذا كانت زيادة الانفتاح للتدفقات المالية يمكن ان تكون مصدرا لعدم الاستقرار ، وحول اثار ضوابط راس المال على هيكل اجال تدفقات رؤوس الاموال الواردة ، وقد تميز الاقتصاد العالمى خلال عقد التسعينات بحدثين هامين فى الاسواق المالية العالمية فى اطار الاسواق الاقتصادية النامية ، الاول هو النمو السريع فى تدفقات راس المال الخاص العالمى التى اصبحت مصدرا رئيسيا للاستثمار ووسيلة لنقل التكنولوجيا وحافزا لتعميق الاسواق المالية لبعض الدول ، والثانى هو حدوث الازمات المالية ، حيث بدأت هذه الازمات فى بعض دول جنوب شرقى اسيا وروسيا وانتقل العدوى الى دول اخرى فى امريكا الجنوبية ، والحدثين ذو علاقة بظاهرة التدفقات الراسمالية بالحجم الكبير وصاحبها انعكاسات مفاجئة ادت الى ازمات مالية فى الدول المستقبلية و التى تخللتها مشاكل فى منطقة الدولة ، كما تم توضيحها فى

تجارب الدول اعلاه ، وعكست ذلك اعتقاداً بان التحرير المالى يولد الازمات، فى حين ان حساب راس المال المقفول لا يخلو من ازمات ، وان الدول النامية لا خيار امامها للعمل فى ظل الانظمة المقفولة ، بالتالى تواجه بتحدي تحرير حساب راس المال فى ظل العولمة والتكامل فى الاسواق المالية العالمية، وعليها توفير المتطلبات المطلوبة لتفادى الاثار السالبة لتلك التدفقات .

### المراجع:

- 1- نظام البنك الدولى للابلاغ عن المدينين 1999م
- 2-Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries by Benu Schneicher June 2000
- 3-International Financial Architecture , Capital Account Convertibility and Poor Countries  
by Christopher I. Gilbert June 2000
- 4- Foreign Direct Investment :Fact, Conceptual , Issues and Cost And Benefits for Developing Countries - U NCTAD 1997